



UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI VERONA

DIPARTIMENTO DI GIURISPRUDENZA

SCUOLA DI DOTTORATO IN
SCIENZE GIURIDICHE EUROPEE ED INTERNAZIONALI

DOTTORATO DI RICERCA IN
DIRITTO DELL'ECONOMIA

34° Ciclo / 2018

TITOLO DELLA TESI DI DOTTORATO:

La regolamentazione dei fondi comuni monetari in Europa e negli Stati Uniti

S.S.D. IUS/05

Coordinatore: Prof. Giovanni Rossi

Firma _____

Tutor: Prof. Matteo Ortino

Firma _____

Dottorando: Dott. Mattia Mengoni

Firma _____

Quest'opera è stata rilasciata con licenza Creative Commons Attribuzione – non commerciale.
Non opere derivate 3.0 Italia. Per leggere una copia della licenza visita il sito web:

<http://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/3.0/it/>

-  **Attribuzione** Devi riconoscere una menzione di paternità adeguata, fornire un link alla licenza e indicare se sono state effettuate delle modifiche. Puoi fare ciò in qualsiasi maniera ragionevole possibile, ma non con modalità tali da suggerire che il licenziante avalli te o il tuo utilizzo del materiale.
-  **Non Commerciale** Non puoi usare il materiale per scopi commerciali.
-  **Non opere derivate** Se remixi, trasformi il materiale o ti basi su di esso, non puoi distribuire il materiale così modificato.

La regolamentazione dei fondi comuni monetari in Europa e negli Stati Uniti

Mattia Mengoni
Tesi di Dottorato
Verona, 2 Maggio 2023

SOMMARIO

Dalla loro introduzione nel mercato finanziario statunitense degli anni Settanta del secolo scorso, i fondi comuni monetari hanno affrontato recessioni economiche, crisi finanziarie e, da ultimo, carenze di liquidità dovute all'emergenza pandemica, dichiarando *default* in due soli casi. Si potrebbe, quindi, affermare che questo veicolo di investimento rappresenti una punta di diamante del mercato dei capitali, una soluzione di impiego del denaro contante pressoché priva di rischio. Come insegna il relativismo, l'apparenza, a volte, inganna. Sebbene questi fondi di investimento non siano stati sottoposti a procedure concorsuali, soltanto nel corso degli ultimi 12 anni hanno subito ben due episodi di corse collettive al rimborso delle quote da parte del pubblico degli investitori che sono stati risolti soltanto dall'intervento delle Banche centrali. Gli strumenti prudenziali predisposti dalla regolamentazione in tema di fondi comuni monetari non sono riusciti a evitare il diffondersi di fenomeni di panico nei confronti del corretto operare del settore in esame. In tale contesto, il presente lavoro si prefigge il compito di analizzare in chiave critica le norme in tema di fondi monetari al fine di orientare la riforma del diritto esistente verso tecniche giuridiche diverse che potrebbero realizzare meglio la funzione di correzione delle disfunzioni di mercato.

Dopo aver ripercorso la storia dei fondi monetari e le prime reazioni normative alla crisi finanziaria del 2007-2008, il lavoro analizza la normativa attualmente in vigore negli Stati Uniti e nell'Unione europea, mettendo in mostra similitudini e differenze. Nel procedere in tal senso, un'attenzione particolare viene dedicata alle disposizioni di natura prudenziale nel tempo introdotte per contenere i rischi sistemici derivanti dall'attività di trasformazione delle scadenze esercitata dai fondi comuni monetari. Nonostante le misure introdotte dai legislatori statunitense ed europeo abbiano aumentato la capacità di resilienza dei fondi monetari a scenari di mercato avversi, si sostiene che altre soluzioni giuridiche avrebbero potuto raggiungere tale scopo in maniera più efficiente.

ABSTRACT

Since their introduction in the US financial market in the 1970s, money market funds have faced economic recessions, financial crises and, recently, liquidity shortages due to the Covid-19 pandemic. However, they have declared defaulting only in two cases. It could, therefore, be argued that this collective investment scheme represents a spearhead of the capital market, a virtually risk-free solution for cash management. As relativism teaches, appearances are sometimes deceiving. Although these investment funds have not been subject to insolvency proceedings, in the past 12 years they have suffered two huge episodes of run that were only resolved by the intervention of central banks. The prudential regulation introduced by policymakers have failed to prevent the spread of panic regarding the proper operation of money funds. Against this backdrop, this PhD dissertation critically analyses the regulations on money market funds to steer the reform of the existing law towards different legal techniques that could better fulfil their function of correcting market failure.

After tracing the history of money funds and the first regulatory reactions to the financial crisis of 2007-2008, this PhD dissertation investigates the regulations currently in force in United States and in European Union, comparing similarities and differences. In doing so, the focus is on the prudential provisions introduced over time to contain the systemic risks arising from the maturity transformation activity exercised by money market funds. Although the measures introduced by US and European legislators have increased the resilience of money market funds to adverse market scenarios, it is argued that other legal solutions would have achieved this purpose more efficiently.

INDICE

SOMMARIO	3
ABSTRACT	4
INDICE	5
INTRODUZIONE	8
I. LA STORIA DEI FONDI COMUNI MONETARI	15
1. Il mercato ribassista degli anni Settanta	15
2. Il consolidamento degli anni Ottanta-Novanta	23
3. L'espansione europea	35
4. Le turbolenze del primo decennio del XXI secolo	39
4.1. Le iniziali avvisaglie della crisi finanziaria	44
4.2. Il crollo dei mercati finanziari	52
4.3. Le prime proposte di riforma dei fondi monetari	61
4.3.1 Le iniziative americane	64
4.3.2 Le iniziative europee	70
II. LE RISPOSTE NORMATIVE ALLA CRISI FINANZIARIA DEL 2007-2008	76
1. La prima riforma della SEC del 2010	76
2. Le linee guida del CESR sulla definizione europea di fondo monetario del 2010	92
3. Raccomandazioni del FSB sul sistema bancario ombra	111
4. Raccomandazioni dell'IOSCO sui fondi comuni monetari	115
5. Le iniziative delle Istituzioni, organi e organismi dell'Unione europea	127
5.1. Libro verde della Commissione europea sullo <i>shadow banking system</i>	127

5.2. Risposta della Banca Centrale Europea al Libro Verde della Commissione europea sullo <i>shadow banking system</i>	132
5.3. Risoluzione del Parlamento europeo sul sistema bancario ombra	137
5.4. Raccomandazioni dell'ESRB sui fondi comuni monetari	139
III. L'ESPERIENZA REGOLATORIA AMERICANA	143
1. Nuove istanze di modifica della riforma del 2010: la proposta Schapiro	143
2. Nuove istanze di modifica della riforma del 2010: la proposta White	152
3. La riforma del 2014	159
3.1. Commissioni di liquidità e sospensione dei rimborsi	160
3.2. Fluttuazione obbligatoria delle quote	165
3.3. Obblighi di diffusione di informazioni	169
3.4. Obblighi di diversificazione del portafoglio	177
3.5. <i>Stress test</i>	180
4. Prime reazioni alla riforma del 2014	184
5. Conseguenze della riforma del 2014	192
6. La crisi Covid19	196
7. La nuova proposta di riforma	201
IV. L'ESPERIENZA REGOLATORIA EUROPEA	205
1. La proposta di riforma della Commissione europea del 2013	205
2. Il Regolamento UE 2017/1131	213
3. Categorie di fondi	215
4. Politiche di investimento	220
4.1 Attività ammissibili	221
4.2 Diversificazione e concentrazione di portafoglio	228
4.3 Qualità creditizia	231
5. Obblighi relativi alla gestione del rischio	234
6. Regole di valutazione del patrimonio	245

7. Strumenti di gestione della liquidità	249
8. Obblighi di trasparenza e vigilanza delle autorità competenti	254
9. Prime reazioni al nuovo regolamento europeo in tema di fondi monetari	259
10. La crisi Covid19 e nuove proposte di riforma	261
CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE	267
1. Analisi comparata	267
1.1 Principali differenze	268
1.1.1 Classificazione	269
1.1.2 Gestione dei rischi di portafoglio	270
1.1.3 Esposizioni in valuta estera	275
1.1.4 Trasparenza	276
1.1.5 Divieto di supporto esterno	279
1.2 Principali somiglianze	279
1.2.1 Strumenti di gestione della liquidità	281
1.2.2 <i>Stress test</i>	283
1.2.3 Correlazione tra valore costante delle quote e obbligo di investire il patrimonio in titoli di debito di matrice pubblica	284
1.2.4 Criteri di valutazione delle attività	286
1.3 Critica alla tendenziale uniformità legislativa	287
2. Regolamentazioni a tempo determinato	291
3. L'importanza di una disciplina <i>ad hoc</i>	293
4. Un'alternativa da proporre	296
BIBLIOGRAFIA	307

INTRODUZIONE

La letteratura di riferimento descrive i fondi comuni monetari (di seguito, per brevità, fondi monetari) come una variante *sui generis* dei fondi comuni di investimento di tipo aperto che, grazie alla tecnica di gestione del portafoglio particolarmente avversa al rischio, hanno avuto una notevole diffusione nel settore della gestione collettiva del risparmio, arrivando a rappresentare una soluzione di investimento adatta sia alle necessità operative degli investitori istituzionali, sia alla sfera giuridico-economica dei clienti al dettaglio¹. L'appellativo «monetari» deriva dall'oggetto della politica di investimento perseguita, cioè l'acquisto di strumenti finanziari negoziati sul mercato monetario: il patrimonio raccolto presso il pubblico degli investitori viene, infatti, investito in cambiali finanziarie, certificati di deposito e/o titoli di stato a breve termine aventi una scadenza massima di 24 mesi. L'altro aspetto peculiare dei fondi monetari si rinviene nel lato delle passività ed è rappresentato dalle caratteristiche delle quote di partecipazione al patrimonio gestito in monte. In particolare, gli investitori in fondi monetari possono esercitare il diritto di fuoriuscita dal fondo in qualsiasi momento, ottenendo il rimborso immediato del valore economico delle quote. Al fine di soddisfare queste richieste, i gestori dei fondi monetari fanno affidamento sulla scadenza legale delle attività finanziarie presenti in portafoglio, ovvero sulla vendita nel mercato secondario degli strumenti finanziari gestiti in monte. La motivazione principale del successo riscosso dai fondi monetari all'interno del mercato finanziario si rinviene proprio nella fiducia riposta dal pubblico nella possibilità di ottenere tempestivamente le disponibilità liquide in precedenza affidate al gestore, lucrando al contempo del tasso di rendimento offerto nel mercato monetario.

Dal punto di vista della funzione economico-sociale svolta, i fondi monetari sono agenti del sistema economico di fondamentale importanza atteso che gli stessi raccolgono risparmio dai soggetti che si trovano in *surplus*

¹ V. BAKLANOVA, J. TANEGA, *European money market funds*, in A. NESVETLAILOVA, *Shadow Banking. Scope, Origins and Theories*, Londra, Routledge, 2017, p. 123.

finanziario al fine di fornire finanziamenti a breve termine alle pubbliche amministrazioni, alle entità finanziarie e alle società commerciali in generale. Nel procedere in tal senso, i fondi monetari offrono, quindi, una soluzione di impiego delle disponibilità liquide di natura sostanzialmente simile all'esercizio dell'attività bancaria tradizionale. Seppur essenziale per il corretto operare dell'economia reale, la trasformazione delle scadenze svolta dai fondi monetari produce, tuttavia, l'emersione di rischi finanziari che, se amministrati in maniera inadeguata, provocano l'emergere di notevoli costi sociali. Come noto, quest'ipotesi di malfunzionamento del mercato finanziario è stata storicamente contenuta dai legislatori nazionali e internazionali tramite il supporto della regolamentazione: fin dalla loro introduzione nel contesto statunitense degli anni Settanta, i fondi monetari sono sottoposti ad una disciplina *ad hoc* che limita l'assunzione in portafoglio di rischi eccessivi.

Negli ultimi 12 anni, la disciplina applicabile ai fondi monetari ha subito un profondo rafforzamento dei presidi normativi e di supervisione nel tempo introdotti per preservare adeguati livelli di sana e prudente gestione. Ed invero, in seguito alla crisi finanziari del 2007-2008, i fondi monetari sono attualmente tenuti, tra le altre cose, a detenere elevati livelli di liquidità del portafoglio, a effettuare prove di resistenza del patrimonio a scenario di mercato avversi, a utilizzare specifici strumenti di gestione della liquidità in caso di crisi, nonché a pubblicare costantemente dati e notizie di bilancio legate all'andamento economico del fondo. Le autorità di vigilanza hanno, invece, l'obbligo di monitorare in maniera più incisiva l'agire dei fondi monetari, usufruendo a tal riguardo di nuovi poteri di vigilanza informativa, ispettiva e, ovviamente sanzionatoria in caso di violazione della normativa di riferimento.

Il processo di modifica delle regole in tema di fondi monetari avviato in seguito alla crisi finanziaria di inizio secolo, sebbene caratterizzato da una profonda ristrutturazione del settore in esame, non è stato in grado di impedire lo *shock* di liquidità prodotto dall'emergenza sanitaria da Covid-19. All'inizio di marzo 2020, infatti, una moltitudine di investitori in fondi monetari statunitensi ed europei hanno deciso di fuoriuscire in massa dai rispettivi fondi, riprendendo rapidamente possesso della liquidità in precedenza affidata alla gestione in monte.

In altri termini, le regole in tema di fondi monetari che avrebbero dovuto limitare gli effetti indesiderati di «fughe» collettive al rimborso delle quote si sono rivelate, alla prova dei fatti, inadeguate; anzi, il meccanismo di funzionamento di alcuni presidi di liquidità del portafoglio, piuttosto che rappresentare un argine alle richieste di rimborso delle quote, si è risolto in un incentivo perverso ad aumentare tali richieste. Questo fallimento regolamentare ha spinto i legislatori nazionali e internazionali a domandarsi se la disciplina applicabile ai fondi monetari non sia passibile di una ulteriore revisione in grado di rendere il settore di riferimento finalmente resilienti a scenari di mercato avversi. All'esito della fase di riflessione così intrapresa, tra la fine del 2021 e l'inizio del 2022, sono state pubblicate nuove proposte di modifica delle normative di riferimento che, a parere dei rispettivi organi proponenti, dovrebbero elevare la stabilità finanziaria dei fondi monetari.

In tale quadro, questo lavoro affronta il tema della regolamentazione dei fondi monetari, ricostruendo da un punto vista storico le fasi normative che hanno portato alla pubblicazione della normativa statunitense ed europea attualmente in vigore e analizzando, in chiave critica, gli effetti economici prodotti. La presente trattazione è rivolta in via principale al diritto in vigore al mese di luglio 2022, pertanto le ultime proposte di modifica del dettato normativo in esame, essendo tuttora in fase di consultazione, non sono oggetto di un esame approfondito.

Il metodo di analisi seguito per analizzare la disciplina in tema di fondi monetari è incentrato su uno degli insegnamenti cardini dell'analisi economica del diritto, ossia sull'evidenziazione dei costi connessi all'introduzione di nuove regole del gioco². Nel presente lavoro si è cercato, infatti, di stabilire una sorta di dialogo tra diritto ed economia, nella convinzione che un approccio interdisciplinare allo studio del diritto finanziario consenta di esaminare in maniera più approfondita la dimensione effettiva della realtà che ci circonda. Al riguardo, lo studio preliminare della letteratura economica e della stampa

² A. E. KAHN, *The Economics of Regulation: Principles and Institutions*, Vol 1, John Wiley & Sons, Inc., New York, 1970, p. 193; R. A. POSNER, *Economic Analysis of Law*, Wolters Kluwer Law & Business, New York, Eight Edition, 2011; G. CALABRESI, *Costo degli incidenti e responsabilità civile*, Giuffrè Editore, Milano, 2015;

specialistica in tema di evoluzione e struttura dei fondi monetari è servito proprio a comprendere le logiche di funzionamento sottese a questa tipologia particolare di fondo comune di investimento³.

La scelta di aver focalizzato la ricerca sulla comparazione tra diritto statunitense ed europeo trova, invece, fondamento nella centralità dell'ordinamento americano per lo sviluppo giuridico dei fondi monetari. A ben vedere, il sistema normativo degli Stati Uniti è stato il primo ordinamento giuridico che ha affrontato il nodo regolatorio dei fondi monetari in quanto questa particolare tipologia di fondo è stata inizialmente ideata a New York negli anni Settanta del secolo scorso. Di conseguenza, uno studio sistematico della disciplina applicabile ai fondi monetari doveva necessariamente prendere le mosse dalla disciplina introdotta oltreoceano circa 50 anni fa.

Invero, il capitolo uno affronta la storia dei fondi monetari, dalla loro costituzione durante il mercato ribassista del 1970 fino alle prime turbolenze del nuovo secolo. In particolare, nei paragrafi iniziali si esaminano l'origine dei fondi monetari sul suolo statunitense e la successiva espansione nel mercato unico europeo degli anni Ottanta. Il paragrafo quattro si occupa, invece, del primo decennio del XXI secolo, dal principio della crisi dei *mutui subprime* fino al crollo del più antico fondo monetario statunitense, il *Reserve Primary fund*. Questo fallimento produce una corsa collettiva al rimborso delle quote di partecipazione ad altri fondi monetari che viene placata soltanto dall'intervento della *Federal Reserve*. Anche all'interno dell'Unione europea si verificano delle richieste di rimborso delle quote; tuttavia, l'entità ridotta delle pretese così avanzate evita l'attivazione di programmi di aiuto da parte della Banca centrale europea. L'instabilità finanziaria, in ogni caso, dimostrata dall'universo dei fondi monetari spinge i legislatori nazionali ed internazionali a studiare delle proposte di riforma del settore. Nei paragrafi finali del capitolo uno vengono, a tal proposito, esaminate le prime iniziative di riforma avanzate negli Stati Uniti e in Europa.

³ Sulla necessità di studiare il diritto tenendo conto anche dei fenomeni economici che gravitano intorno al primo si v. G. SANTINI, *Il commercio. Saggio di economia del diritto*, il Mulino, Bologna, 1979, p. 16.

Il capitolo due analizza le risposte normative all'instabilità dei fondi monetari rivelatasi in seguito all'emergere della crisi finanziaria del 2007-2008. In particolare, nel primo paragrafo sono esaminate le modifiche introdotte nel 2010 dalla SEC americana alla *Rule 2a-7* dell'*Investment Company Act*, il punto di riferimento disciplinare per i fondi monetari statunitensi. Il paragrafo due affronta, invece, gli orientamenti emanati dal CESR (organismo europeo ora sostituito dall'ESMA) concernenti la definizione comune di fondo monetario. Anche questo testo normativo viene pubblicato nel corso del 2010, tuttavia quest'ultimo presenta un grado di sistematicità inferiore rispetto alla riforma pubblicata lo stesso anno dal regolatore statunitense. Nei paragrafi successivi del capitolo si espongono, per converso, le iniziative disciplinari affrontate dai regolatori internazionali ed europei in tema di sistema bancario ombra. Il richiamo a questi documenti internazionali rinviene la sua *ratio* nel fatto che i fondi monetari, in virtù della loro attività di interposizione creditizia, sono stati inseriti all'interno della macrocategoria dello *shadow banking system*; di conseguenza, i progetti di revisione internazionale riguardanti quest'ultimo tema hanno affrontato anche la problematica disciplinare legata ai fondi monetari.

Il terzo capitolo racchiude al suo interno l'esperienza regolatoria americana relativa al biennio 2012-2014. Nello specifico, la prima parte di questo capitolo esamina le successive proposte di revisione della *Rule 2a-7* statunitense avanzate dalla SEC rispettivamente nel 2012 e nel 2013 sotto la vigenza di Ms. Mary Schapiro e Ms. Mary Jo White. Nella seconda parte del capitolo, invece, l'attenzione viene rivolta alla riforma della *Rule 2a-7* pubblicata nel 2014 e attualmente ancora in vigore. Quest'ultimo *step* normativo rappresenta, infatti, il risultato di un difficile compromesso raggiunto tra il regolatore e l'industria dei fondi monetari statunitense: le norme contenute nella riforma in esame cercano di raggiungere un equilibrio tra la preservazione di adeguati margini di manovra per il settore dei fondi monetari e la necessità di predisporre misure prudenziali in grado di evitare il ripetersi di crisi di liquidità deleterie per la stabilità finanziaria complessiva. Gli ultimi due paragrafi, infine, affrontano brevemente la crisi di liquidità scatenata dall'emergenza sanitaria da Covid-19 e la recente proposta della SEC di revisione della disciplina di riferimento.

Il capitolo quattro espone il processo di creazione della normativa in tema di fondi monetari europei. Più esattamente, in seguito alle linee guida del CESR del 2010, il legislatore europeo ha cercato più volte di emulare l'omologo statunitense, introducendo un'armonizzazione legislativa per i fondi monetari operanti all'interno del mercato unico. Dopo circa 1000 giorni dalla iniziativa legislativa della Commissione europea, nel mese di giugno 2017 il Parlamento europeo e il Consiglio hanno approvato il regolamento UE n. 2017/1131. Il presente capitolo esamina questo testo normativo, sottolineando in particolare quegli aspetti della normativa ritenuti particolarmente importanti. Un'attenzione particolare viene rivolta alle disposizioni sulla gestione del rischio di liquidità, alle politiche di investimento perseguibili, nonché agli strumenti di gestione delle situazioni di crisi. Come nel caso precedente, i paragrafi finali del presente capitolo affrontano l'instabilità dovuta alla crisi pandemica e le connesse proposte di riforma avanzate dall'ESMA nel mese di febbraio 2022.

All'esito del percorso di analisi della normativa statunitense ed europea in tema di fondi monetari, le considerazioni conclusive cercano di elaborare delle valutazioni sullo stato dell'arte attualmente vigente, fornendo al contempo delle proposte di revisione della disciplina in tema di fondi monetari che potrebbero ridurre la suscettibilità di questi fondi a episodi di corse collettive al rimborso. Nello specifico, nella prima parte delle conclusioni si effettua una analisi comparata delle principali differenze e somiglianze della normativa statunitense ed europea in tema di fondi monetari. A tal proposito, si sostiene che la scelta del legislatore europeo di aver trasposto nel contesto del mercato unico europeo gran parte della disciplina imperante negli Stati Uniti merita di essere criticata in quanto le differenze ontologiche fra i due mercati in esame avrebbero necessitato di approcci normativi divergenti. Nella seconda parte delle conclusioni si disapprova la strategia di sottoporre la disciplina in tema di fondi monetari a ricorrenti revisioni del dettato normativo: esigenze di certezza del diritto dovrebbero, infatti, spingere i legislatori a contenere le eventuali proposte di modifica entro limiti temporali convenienti. Se, da un lato, gli sviluppi di mercato impongono al legislatore di correre al riparo, aggiornando la disciplina di volta in volta applicabile, sotto altro versante si deve porre attenzione anche all'analisi dei

costi che un continuo mutamento delle normative applicabili impongono agli operatori economici. Nella terza parte delle conclusioni si sottolinea l'importanza di aver disciplinato l'universo dei fondi monetari mediante una normativa *ad hoc*, rinunciando alla tentazione di estendere anche a tale settore le regole prudenziali applicabili al comparto bancario. Questo risultato merita un particolare plauso atteso che in più di un'occasione si era ventilata l'opzione di sottoporre alcuni fondi monetari a una sorta di licenza para-bancaria, ovvero di applicare un requisito di capitale parametrato alle attività finanziarie gestite in monte. Infine, nell'ultimo paragrafo delle considerazioni conclusive si propone di introdurre alcune modifiche legislative che consentano ai fondi monetari europei di beneficiare di presidi di tutela in grado di ridurre sia i rischi associati ai fallimenti del mercato finanziario, sia l'impatto di crisi di liquidità che si dovessero manifestare in futuro.

I. LA STORIA DEI FONDI COMUNI MONETARI

1. Il mercato ribassista degli anni Settanta

L'analisi della regolamentazione dei fondi monetari non può prescindere da una breve ricognizione degli avvenimenti che hanno portato al diffondersi su scala globale di tale fenomeno dell'industria finanziaria. Le dinamiche presenti, in effetti, possono essere pienamente comprese soltanto attraverso un'indagine delle vicende passate che, passo dopo passo, hanno modellato gli istituti attualmente operanti nel sistema giuridico-economico¹. Alla luce di tale insegnamento, nel prosieguo di tale capitolo si affronterà per sommi capi la storia dei fondi monetari, dalla loro nascita nel contesto statunitense durante i turbolenti anni Settanta del Novecento, passando per il consolidamento del settore durante gli anni Ottanta-Novanta, fino ad arrivare alle criticità che hanno interessato i fondi monetari in seguito allo scoppio della crisi finanziaria dei mutui subprime del 2007-2008.

A differenza di altri istituti del diritto commerciale il cui sviluppo risale in un'epoca compresa tra il Medioevo e l'età Moderna², i fondi monetari hanno una data di nascita relativamente recente, essendo attivi nel mercato della gestione

¹ Sull'importanza dell'aspetto storico nel contesto della scienza economica cfr. J.K. GALBRAITH, *Storia dell'economia*, BUR, Milano, trad. it. F. Ghiaia, 1993, p. 331, il quale a tal proposito afferma che «*il passato non deve essere oggetto solo di un interesse passivo; esso plasma attivamente e potentemente non solo il presente ma anche il futuro. Là dove è implicata l'economia, la storia è altamente funzionale. Non si può intendere il presente ignorando il passato*».

² Si pensi, per esempio, all'invenzione del privilegio della responsabilità limitata come fondamento della futura società dei capitali durante il periodo del mercantilismo europeo del XVI secolo, ovvero all'emergere tra il XIII e il XVI secolo del concetto di banca come soggetto inizialmente incaricato soltanto della raccolta delle monete presso il pubblico dei mercanti e alla soddisfazione degli ordinativi di pagamento: cfr. per quanto concerne le società anonime F. GALGANO, *Lex mercatoria*, Il Mulino, Bologna, 2001, p. 79; in riferimento, invece, alla nascita degli istituti bancari nell'Italia settentrionale si v. C. F. DUNBAR, *The Bank of Venice*, in *The Quarterly Journal of Economics*, 1892, pp. 308-355; F.C. LANE, *Venetian Bankers, 1496-1533: A Study in the Early Stages of Deposit Banking*, in *Journal of Political Economy*, Vol. 45, No. 2, 1937, pp. 187-206.

collettiva soltanto da circa cinquant'anni. Al fine di comprendere perché i fondi monetari si affacciano sul mercato finanziario americano con questo notevole «ritardo», è necessario richiamare le condizioni economiche allora imperanti. Dopo il periodo di forte crescita economica registrato nei tre decenni successivi alla Seconda Guerra Mondiale, il mercato finanziario statunitense degli anni Settanta subisce una battuta di arresto: da un lato, il tasso di inflazione, che fino al 1966 era rimasto stabile all'uno-due per cento annuo, inizia a crescere vertiginosamente, passando dal sei per cento registrato fra il 1969 e il 1970 a circa il 13 per cento durante il 1979, per poi attestarsi intorno al 12 per cento nel 1980³; dall'altro lato, in risposta alle preoccupazioni inflazionistiche, il mercato borsistico entra in una fase c.d. ribassista («*bear market*»), in cui i titoli azionari, non essendo più delle fonti di guadagno redditizie, vengono freneticamente venduti dal pubblico degli investitori, causando un'inevitabile riduzione del livello generale del corso delle azioni offerte sul mercato. La soluzione per ovviare a tale congiuntura economica viene individuata nel «monetarismo» predicato dal premio Nobel per l'economia Milton Friedman, ossia nella restrizione della quantità di moneta circolante attraverso una politica di alti tassi di interesse offerti per il finanziamento delle spese di consumo e degli investimenti in attività produttive⁴, unita a una regolamentazione restrittiva degli interessi ottenibili dai depositi bancari (c.d. *Regulation Q*)⁵. Sulla base dello studio dei dati

³ Cfr. Economic Report of the President, Transmitted to the Congress, February 1985, Washington, DC, p. 23, reperibile al seguente indirizzo: <https://fraser.stlouisfed.org/title/economic-report-president-45/1985-8156/fulltext>, in cui si afferma testualmente, tra le altre cose, che «[...] *But during the late 1970s, the inflation that accompanied the employment gains showed that economic policy was on an unsustainable course. After 1976 the inflation rate rose every year, with the annual CPI increase peaking at 13.3 percent in 1979 before falling to a still high 12.4 percent in 1980*».

⁴ Sulla connessione tra il manifestarsi di una crisi economica e l'esplosione nell'offerta di moneta si v. M. FRIEDMAN, A. SCHWARTZ, *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, Princeton University Press, Princeton (N.J.), 1963;

⁵ La regolamentazione prudenziale bancaria allora vigente, denominata *Regulation Q*, fissava un rigido tetto agli interessi passivi che le banche erano legittimate a corrispondere ai propri clienti (tasso massimo per i libretti al risparmio pari al 4,75 per cento, mentre per i depositi bancari il tasso di riferimento era di 25 punti base inferiore al primo, e pari quindi al 4,5 per cento): cfr. sul tema,

relativa alla Grande Depressione del 1929, Friedman si convince che il ciclo economico si possa aiutare soltanto attraverso operazioni di politica monetaria, in particolare tenendo a freno la crescita monetaria mediante offerte della base monetaria gradualmente e in linea con lo sviluppo dell'economia reale. In tale quadro, si diffonde il convincimento che l'inflazione si debba leggere come un disastro creato dall'uomo attraverso l'iniezione di troppa liquidità nel sistema, risolvibile, tuttavia, con l'adozione di una adeguata politica di rigore monetario⁶.

Alla prova dei fatti, la politica monetaria restrittiva si rivela efficace non solo a combattere l'inflazione⁷, ma anche a stimolare, in una sorta di eterogenesi dei fini, le capacità «alchemiche» dell'industria finanziaria nella creazione di innovativi veicoli di investimento. Nello specifico, la vastità del differenziale di rendimento (c.d. *spread*) tra gli interessi che i consumatori-investitori si vedono costretti a corrispondere in caso di richiesta di un finanziamento e gli interessi ottenibili dai risparmi collocati presso depositi bancari spinge il settore di riferimento a ideare delle soluzioni in grado di rimediare a tale sperequazione. La risposta del mercato finanziario non tarda ad arrivare, e si concretizza nell'offerta di una nuova tipologia di fondo comune di investimento – i fondi comuni monetari, per l'appunto – in grado di «democratizzare» i lucrosi proventi monopolizzati fino a quel momento sul mercato dei capitali dagli investitori istituzionali e, in particolare, dagli istituti di credito tradizionali⁸. Questi ultimi, in

tra gli altri, R. A. GILBERT, *Requiem for Regulation Q: What it Did and Why It Passed Away*, in *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, febbraio 1986, pp. 22 e ss., disponibile al seguente indirizzo: <https://doi.org/10.20955/r.68.22-37.zge>.

⁶ Sulla teoria monetaria alla base della corrente di pensiero del «monetarismo» cfr. M. FRIEDMAN, *Studies in the Quantity Theory of Money*, University of Chicago Press, Chicago, 1956.

⁷ La stretta monetaria adottata dalle Autorità amministrative americane, nel produrre una dura recessione economica, abbassò il livello di inflazione dal 12 per cento raggiunto durante i primi anni Ottanta fino al modesto 3,7 per cento nel 1983: cfr. a riguardo la ricostruzione delle vicende di quel periodo condotta da N. WAPSHOTT, *Keynes o Hayek. Lo scontro che ha definito l'economia moderna*, Feltrinelli, Milano, trad. it. G. Carlotti, terza ed., 2018, p. 219.

⁸ S. JOHNSON, J. KWAK, *13 Bankers. The Wall Street Takeover and the Next Financial Meltdown*, Vintage Book, New York, 2010, p. 66; pone l'accento sull'importanza storica del tasso di rendimento delle quote di partecipazione ad un fondo monetario come vantaggio competitivo

effetti, prendevano in prestito denaro tramite contratti di deposito bancario a tassi di interessi calmierati dalla sopra citata *Regulation Q*, e fornivano finanziamenti ai soggetti in una situazione di *deficit* finanziario sulla base di tassi di rendimento a due cifre, guadagnando così sullo *spread* di rendimento tra risparmio raccolto e finanziamento concesso. Nel cercare di replicare tale *modus operandi*, i gestori di un fondo monetario decidono di amministrare il risparmio raccolto a monte tramite la sottoscrizione di quote di partecipazione per investirlo nell'acquisto di strumenti finanziari a breve termine (titoli di stato, certificati di deposito, cambiali finanziarie), solitamente non accessibili dai piccoli investitori⁹: il tasso di rendimento ricevuto da tali prodotti finanziari, al netto delle spese di gestione del fondo (commissioni, costi operativi), viene trasferito ai quotisti. Nel procedere in tal senso, questi ultimi evitano l'applicazione del tetto ai rendimenti sui risparmi applicato ai depositi bancari, si ritrovano tra le mani uno strumento di investimento prontamente liquidabile e, soprattutto, ricevono un tasso di interesse in linea con i rendimenti a doppia cifra allora presenti sul mercato¹⁰.

Il paradosso di questa storia è che l'idea di procedere alla costituzione di fondi monetari non ha avuto origine dall'universo dei fondi comuni di investimento di tipo aperto, bensì da due impiegati operanti nel settore dei fondi pensione, Henry Brown e Bruce Bent, i quali costituiscono il primo fondo

rispetto alle soluzioni più tradizionali di gestione della liquidità R. PHALON, *Personal Investing. Welcome Mat at Money Market Funds*, in *The New York Times*, 22 October 1977.

⁹ Il riferimento corre, per esempio, alle sottoscrizioni di titoli di debito con valore nominale non inferiore a 100 mila dollari: cfr. sul punto a R. METZ, *Market Place. Money Funds Weather Stock Surge*, in *The New York Times*, 12 March 1976.

¹⁰ In senso conforme cfr. R. PHALON, *Your Money. Magic Number For Investors*, in *The New York Times*, 16 December 1978; per una visione critica della nascita dei fondi comuni monetari come una sorta di arbitraggio regolamentare della disciplina statunitense sui tassi di interesse offerti dai depositi bancari si v. M. FRIEDMAN, A. SCHWARTZ, *Has Government Any Role in Money?*, in *Journal of Monetary Economics*, 1986, Vol. 17., pp. 37-62, i quali, difatti, affermano come una delle conseguenze della nascita dei fondi monetari sia stata quella di aver incentivato forme di deregolamentazione sia sul versante dei divieti imposti alla remunerazione dei depositi bancari, sia per quanto concerne restrizioni all'operatività in generale degli istituti creditizi.

monetario, il *Reserve Primary Fund*, a New York nel 1972¹¹. Dopo qualche settimana, James Benham, un ex broker della società *Merrill Lynch*, costituisce a sua volta a San Jose, California, il proprio fondo monetario, denominandolo *Capital Preservation Fund*. Visto il successo riscosso fin da subito, anche i fondi comuni di investimento di tipo più tradizionale decidono di costituire i propri fondi monetari¹². Per esempio, nel 1974 la *Dreyfus & Co.* di New York, società di investimento creata da Jack Dreyfus nel 1947, decide di costituire il proprio fondo monetario, il *Dreyfus Liquid Assets Fund*, mentre nello stesso anno la *Fidelity Management & Research*, altra società di investimento fondata da Edward C. Johnson II a Boston nel 1946, lancia il fondo monetario *Fidelity Daily Income Trust*, il primo a consentire la possibilità di utilizzazione del denaro investito nelle quote di partecipazione al fondo anche come strumento di pagamento e ad ottenere dalla Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) l'assicurazione pubblica dei certificati di deposito presenti nel portafoglio titoli dallo stesso gestito¹³.

Nonostante la crescita capillare in tutti gli stati americani, inizialmente all'interno del settore della gestione collettiva si ritiene che i fondi monetari abbiano una validità temporale limitata, ossia che siano in grado di prosperare

¹¹ Cfr. sulla nascita dei fondi comuni di investimento la monografia di M. P. FINK, *The Rise of Mutual Funds. An insider's view*, Oxford University Press, Oxford, 2008, p. 80.

¹² Sull'afflusso delle prime disponibilità liquide presso i fondi monetari si v. J. NOCERA, *A Piece of the Action: How the Middle Class Joined the Money Class*, Simon & Schuster, New York, 1994, pp. 77 e ss.

¹³ Più in generale, sulla convenienza a utilizzare le disponibilità liquide allocate presso fondi monetari financo come strumenti di pagamento cfr. R. METZ, *Market Place. Making the Postal Float Pay Interest*, in *The New York Times*, 30 October 1976; ID., *Market Place. Investing Credit Balances*, in *The New York Times*, 26 January 1979, il quale riporta la notizia che le lentezze burocratiche sull'incasso di assegni a titolo di pagamento di imposte consentiva ai titolari di quote di partecipazione a un fondo monetario di continuare a lucrare gli interessi sui fondi stanziati per finalità di pagamento fino a quaranta giorni; sull'investimento in titoli del debito garantiti dal governo federale si v. sempre R. METZ, *Market Place. Investing in Guaranteed Variable Loans*, in *The New York Times*, 21 October 1977.

finché il mercato azionario non ritornerà ad avere un andamento positivo¹⁴. Invero, i gestori di fondi comuni di investimento dediti all'acquisto di titoli azionari (c.d. *equity fund*) costituiscono, a loro volta, fondi monetari allo scopo precipuo di offrire agli investitori che chiedono il rimborso delle rispettive quote una soluzione «temporanea» di gestione della liquidità, in attesa di un ritorno più conveniente al mercato azionario. Tuttavia, società del calibro di *AIM* e *Merrill Lynch* iniziano a lanciare sul mercato fondi monetari che offrono servizi variegati, dalla gestione istituzionale dell'attivo circolante di grandi imprese alla combinazione di servizi di investimento con l'istituzione di conti corrente assimilabili ai tradizionali depositi delle banche commerciali¹⁵. Anche grazie a questa poliedricità dei fondi monetari, durante gli anni Settanta il mercato di riferimento cresce in misura esponenziale, passando dai due miliardi di dollari di attività finanziarie gestite nel 1974 ai 76 miliardi di dollari nel 1980¹⁶.

L'avvento di tali fondi, nel claudicante mercato finanziario della seconda parte del Novecento, produce una serie di effetti positivi – che gli economisti definirebbero *esternalità positive* – meritevoli di essere richiamati in tale sede. In primo luogo, il meccanismo di funzionamento dei fondi monetari ha permesso alla generalità degli investitori di poter usufruire, in conformità agli istituti di credito tradizionali, degli alti tassi di interesse offerti nel settore finanziario, eludendo così le restrizioni imposte dalla regolamentazione prudenziale al tasso di

¹⁴ R. METZ, *The Money Funds Face Maturity*, in *The New York Times*, 13 July 1975; Id., *Biding Time in Money Market Funds*, in *The New York Times*, 8 October 1975.

¹⁵ D. RANKIN, *Your Money. Offshore C.D.'s in Small Sizes*, in *The New York Times*, 24 February 1979; ID., *Size Mark Is Set By Merrill Fund*, in *The New York Times*, 17 April 1979, in cui si rileva che il *Merrill Lynch Ready Assets*, il fondo monetario costituito dall'omonima società di investimento *Merrill Lynch*, era allora diventato il maggior fondo comune di investimento statunitense di tipo aperto (c.d. *mutual fund*) per valore di attività finanziarie gestite in monte.

¹⁶ Sui fattori di crescita dei fondi monetary si v. J. H. ALLAN, *As Rates Fall, Money Funds Become Parking Lots*, in *The New York Times*, 23 January 1977; K. W. ARENSON, *Impact of Money Market Funds*, in *The New York Times*, 6 March 1979; sul punto si v. anche M. P. FINK, *The Rise of Mutual Funds. An insider's view*, cit., p. 81, il quale rileva che la crescita dei fondi monetari è stata così poderosa che il totale di attività gestite nel 1980 superava il totale dei titoli gestiti da tutti gli altri fondi comuni di investimento di tipo aperto presenti sul mercato statunitense.

rendimento ottenibile dal titolare di un deposito bancario¹⁷. In secondo luogo, si è rilevato che lo sviluppo dei fondi monetari ha ridotto drasticamente l'eccessiva dipendenza dei fondi comuni di investimento verso i titoli azionari¹⁸. Nei due decenni successivi alla Seconda Guerra Mondiale, il mercato rialzista (c.d. *bull market*) aveva infatti reso particolarmente redditizio l'investimento in azioni il cui valore cresceva quotidianamente. Sicché, i fondi comuni di investimento preferivano investire la quasi totalità del proprio patrimonio in titoli azionari, relegando i fondi dediti all'acquisto di titoli obbligazionari a un ruolo minoritario. Il successo dei fondi monetari ha, invece, permesso di riequilibrare tale rapporto, riducendo la dipendenza del mercato della gestione collettiva del risparmio verso il settore borsistico. In terzo luogo, la «democratizzazione» prodotta dai fondi monetari ha consentito a milioni di americani di accostarsi per la prima volta al mondo del risparmio gestito¹⁹. L'analisi empirica ha dimostrato che dopo il 1970 il numero di investitori interessati a tale settore del mercato finanziario ha avuto un'impennata che non si è più ridotta in termini assoluti, ma ha registrato nel tempo soltanto cambiamenti nella quota di investitori rispettivamente interessati ai fondi azionari e/o ai fondi obbligazionari²⁰. In quarto luogo, i fondi monetari hanno rappresentato un incentivo a rinnovare la disciplina allora applicata al settore bancario tradizionale: in particolare, dopo il successo dei fondi in esame, il legislatore bancario, al fine di stabilire un campo da gioco livellato (c.d. *level playing field*) ha ritenuto opportuno eliminare la restrizione al tasso di rendimento

¹⁷ R. METZ, *Market Place. Fund Managers and City Crisis*, in *The New York Times*, 22 November 1975.

¹⁸ J. H. ALLAN, *The Lure of the Money Market Funds*, in *The New York Times*, 5 February 1978.

¹⁹ D. RANKIN, *Your Money. On Choosing Money Funds*, in *The New York Times*, 3 November 1979.

²⁰ R. METZ, *Market Place. Yields Shrink, but Money Funds Grow*, in *The New York Times*, 21 March 1975, in cui si rileva che nonostante i rendimenti netti offerti dalle quote dei fondi monetari calano anche del 50 per cento nel giro di qualche settimana, passando dal 12 al 6 per cento, le vendite delle quote superano comunque il totale dei rimborsi con un rapporto pressoché costante di 2 a 1; in senso conforme si v. R. PHALON, *Family Money*, in *The New York Times*, 13 April 1978, il quale rileva qualche anno più tardi che i fondi monetari si espandevano, in media, ad un ritmo settimanale di 100 milioni di dollari e che soltanto nel primo trimestre del 1978 avevano visto aumentare le attività finanziarie gestite di 1,3 miliardi di dollari.

offerto dai depositi bancari²¹. In altri termini, la spinta innovativa impressa dai fondi monetari ha reso improrogabile la necessità di aggiornare quella parte della normativa bancaria che non era più coerente con la realtà del mercato dei capitali²². Infine, l'avvento dei fondi monetari ha consentito di rimettere mano anche a quella parte della legislazione del mercato mobiliare contenuta nel Securities Act del 1933 che imponeva alle società di investimento il pagamento di diritti di registrazione sulla base delle vendite lorde delle quote di partecipazione a un fondo comune di investimento. E invero, tale normativa veniva ritenuta sproporzionata nei confronti dei fondi comuni di tipo aperto, in quanto non teneva conto del fatto che l'ammontare delle quote vendute sul mercato dovesse essere corretto alla luce delle quote rimborsate agli investitori desiderosi di fuoriuscire dal fondo. I diritti di registrazione da corrispondere alla Securities and Exchange Commission (SEC) erano, infatti, basati soltanto sulle quote vendute in termini assoluti, mentre nessuna rilevanza veniva accordata al numero di quote rimborsate. Questa situazione sperequativa veniva amplificata dalla circostanza che nei fondi monetari il movimento in entrata e/o in uscita dal fondo avveniva frequentemente in maniera bi-direzionale e su base giornaliera. In tale contesto, l'eco mediatica di cui i fondi monetari avevano iniziato a godere ha, quindi, spinto la SEC a modificare tale disposizione, consentendo il calcolo dei diritti di registrazione sulla base delle vendite nette, ossia effettuando una somma algebrica tra le quote collocate sul mercato e le quote richieste dagli investitori a titolo di rimborso²³.

²¹ M. A. MILLETTI, *Interest-Bearing Checking Accounts – the Ban is Eroding*, in *The New York Times*, 8 May 1978.

²² H. J. MAIDENBERG, *Your Money. Measuring Cost of Checking*, in *The New York Times*, 31 January 1981, laddove si rileva, al riguardo, che il sistema di Banche centrali statunitensi (c.d. *Federal Reserve system*) ha progressivamente eliminato i rimanenti ostacoli al pagamento da parte delle banche commerciali di interessi sui saldi positivi dei conti correnti allo scopo precipuo di predisporre strumenti in grado di reggere la pressione concorrenziale in quel periodo esercitata sul mercato monetario dai fondi monetari.

²³ M. P. FINK, *The Rise of Mutual Funds. An insider's view*, p. 83, il quale non a caso ha definito i fondi monetari come quell'istituto della legislazione americana che ha rivoluzionato sia il mercato dei fondi comuni di investimento, sia più in generale l'intero mercato finanziario statunitense.

2. Il consolidamento degli anni Ottanta-Novanta

Con l'affermarsi del mercato dei fondi monetari, si iniziano a diffondere i primi tentativi di «ostruzionismo normativo» da parte sia delle autorità regolatorie del settore bancario, sia dell'industria bancaria²⁴. Quest'ultima, in particolare, giudicando deleteria l'ascesa dei fondi monetari, cerca di imporre restrizioni operative al settore dei fondi comuni di investimento²⁵. Esempi in tal senso spaziano dalla richiesta avanzata dalla Federal Reserve Board e dalla Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) di vietare ai fondi monetari la sottoscrizione di *commercial paper*²⁶ di valore superiore a centomila dollari, fino

²⁴ K. N. NOBLE, *Merrill Lynch's Booming C.M.A. Program*, in *The New York Times*, 18 May 1981, in cui si riportano, per esempio, le preoccupazioni dell'industria bancaria circa la crescita dei fondi monetari costituiti dalla società di investimento *Merrill Lynch* come parte integrante del suo servizio complessivo di gestione della liquidità a favore della clientela; in senso conforme cfr. W. WILLIAMS, *A Money Fund Next For Sears*, in *The New York Times*, 2 September 1981 in riferimento alle proposte dell'industria bancaria di consentire agli istituti bancari di offrire sul mercato propri fondi monetari e di anticipare l'eliminazione del tetto alla corresponsione di interessi sui depositi bancari, a quel tempo programmato per il 1986; R. METZ, *Market Place. Money Market Fund Problems*, in *The New York Times*, 5 October 1974, laddove si riportano i primi commenti critici da parte dell'industria bancaria nei confronti dei benefici accordati agli investitori in fondi monetari, aventi ad oggetto, in particolare, il tasso di interesse offerto (11,5 per cento) e i privilegi tipicamente connessi soltanto all'utilizzazione di un conto corrente bancario: «If that's not a bank, don't know what is» one envious competitor said. «And in my opinion it's a superior bank at that».

²⁵ Sull'attività di *lobbying* portata avanti dal settore bancario durante gli anni Ottanta cfr. J. GERTH, *Regulators Rebuff Banks On Interest-Rate Request*, in *The New York Times*, 27 March 1981.

²⁶ Le *commercial paper* sono l'equivalente italiano delle cambiali finanziarie, ossia promesse di pagamento a breve termine, prive di garanzia, emesse principalmente da imprese, finanziarie e non, con ottimi livelli di merito creditizio, al fine di finanziare le proprie operazioni correnti in modo alternativo rispetto ai canali di credito tradizionali: cfr. sul punto A. URBANI, *Le cambiali finanziarie nelle dinamiche di mercato*, CEDAM, Milano, 2013, p. 41 e ss.; F. GALGANO, *Le istituzioni della società post-industriale*, in *Nazioni senza ricchezza, ricchezza senza nazioni*, a cura di F. Galgano, S. Cassese, G. Tremonti, T. Treu, Il Mulino, Bologna, 1993, p.15; V. PETRELLA, P. FIORUZZI, C. DI FALCO, *Italy's new rules on notes and commercial paper*, in *The Banking Law Journal*, Vol. 129 (11), 2012, p. 940.

al divieto di emissione di assegni a valere sulle disponibilità monetarie depositate presso tali fondi²⁷.

Il principale cavallo di battaglia dell'industria bancaria utilizzato contro i fondi monetari è rappresentato, però, dalla proposta, reiterata più volte durante gli anni Ottanta, di estendere la disciplina sull'imposizione di riserve liquide anche ai fondi monetari che consentono ai rispettivi quotisti di usufruire del denaro depositato presso i fondi come se fosse una sorta di conto corrente bancario²⁸. A giudizio dell'industria bancaria, l'utilizzazione delle disponibilità liquide affidate a un fondo monetario anche per finalità di pagamento rappresenta un chiaro indice di equivalenza con lo strumento del conto corrente bancario, pertanto entrambe le fattispecie dovrebbero essere sottoposte alla stessa regolamentazione. Seppur condividendo parzialmente il fatto che le quote di un fondo vengano utilizzate anche come strumento di pagamento, l'industria dei fondi monetari ribatte che tale pratica è poco diffusa tra i rispettivi quotisti, atteso che gli stessi considerano il denaro affidato ai gestori dei fondi principalmente come una soluzione di investimento delle disponibilità liquide²⁹. Di conseguenza, non sussisterebbero quelle esigenze di predisposizione di riserve liquide obbligatorie che la normazione prevista per il settore bancario impone, invece, agli istituti di credito che stipulano con la clientela conti correnti bancari. Nel 1980 la diatriba arriva fino alla Sottocommissione sulle Istituzioni finanziarie del Senato statunitense

²⁷ M. P. FINK, *The Rise of Mutual Funds. An insider's view*, cit, p. 84, in cui l'Autore sottolinea come tali primitivi tentativi siano stati, a vario titolo, rigettati dal legislatore e dal dipartimento della giustizia statunitense grazie anche al sostegno avanzato da soggetti come esponenti delle commissioni parlamentari bancarie e dall'American Bankers Association.

²⁸ C. M. HAAR, J. MORTON DAVIS, *Banks and the Economy*, in *The New York Times*, 9 August 1982, i quali, nell'esprimere il proprio sostegno alla proposta di imporre una riserva obbligatoria verso i fondi monetari, affermano che tale riforma disciplinare potrebbe: (i) abbassare i tassi di interesse presenti sul mercato; (ii) garantire maggiore stabilità finanziaria; (iii) incentivare la canalizzazione delle risorse verso progetti imprenditoriali a medio-lungo termine.

²⁹ R. S. CARNELL, J. R. MACEY, G. P. MILLER, *The Law of Financial Institutions*, Fifth Edition, Wolters Kluwer, New York, 2013, p. 44 in cui si afferma che i fondi monetari consentivano ai quotisti di emettere assegni a valere sulle rispettive quote. In tal caso, nel momento in cui l'assegno veniva presentato al fondo, i gestori di quest'ultimo provvedevano a rimborsare al sottoscrittore dell'assegno un numero di azioni pari al controvalore della richiesta di pagamento.

che, come di consueto, decide di studiare la vicenda attraverso la raccolta di audizioni da parte dei soggetti interessati. In tale occasione, la SEC si oppone alla proposta di disciplinare allo stesso modo sia le banche che i fondi monetari, in quanto questi ultimi, a suo dire, presentano caratteristiche legali e di funzionamento radicalmente diverse rispetto alle prime, sottolineando inoltre come la crescita dei fondi monetari nell'ultimo decennio non abbia intaccato i livelli di protezione degli investitori contenuti nell'*Investment Company Act* del 1940³⁰. Le agenzie di vigilanza bancaria, dal canto loro, affermano che il successo

³⁰ Cfr. a tal proposito l'articolo *S.E.C. Says It Opposes Curbs on Money Funds*, in *The New York Times*, 9 April 1981, in cui si riportano le seguenti parole pronunciate da John R. Evans, membro repubblicano della SEC, di fronte alla Sottocommissione Bancaria della Camera dei Rappresentanti statunitense: «*we believe that the existing framework of regulation applicable to money market funds provides appropriate investor protection and that imposing additional, bank-type regulation on those funds would harm the interests of investors without corresponding benefits to them*». Questa presa di posizione riprende, facendole proprie, le fila del dibattito che era stato sollevato proprio durante la fase di approvazione dell'*Investment Company Act* del 1940. In particolare, in quell'occasione, Merrill Griswold, allora presidente del Massachusetts Investor Trust, aveva affermato che «nei sedici anni dalla loro istituzione, i fondi comuni di investimento di tipo aperto non hanno dato adito alla paura che anche nei loro confronti si possa manifestare una corsa al ritiro delle disponibilità liquidate affidate (*c.d. run-on-the-bank analogy*). Non ci sono state richieste di riscatto nel 1929 o all'inizio del 1930 durante la più grande vendita generalizzata di titoli azionari nella storia degli Stati Uniti. Allo stesso modo, non si è manifestata una corsa al ritiro delle quote dei fondi comuni di investimento durante il crollo del mercato del 1937. La ragione di ciò è fondamentale. Le quote di un fondo comune di investimento non sono paragonabili a un deposito bancario. Le quote sono dei prodotti di investimento. E la differenza di opinioni circa l'attrattiva di ogni investimento in un preciso momento è un dato di fatto. È comprensibile che i depositanti di un istituto bancario possano decidere allo stesso momento che è saggio chiedere il rimborso dei propri risparmi. Viceversa, è impossibile che tutti i quotisti di un fondo comune di investimento decidano simultaneamente di liquidare le rispettive quote. La stessa azione di mercato che indurrebbe alcuni quotisti a liquidare la propria quota avrebbe come risultato che altri soggetti decidano semplicemente di mantenere o aumentare la loro quota»: cfr. *Investment Trust and Investment Companies*, Wednesday, April 17, 1940, United States Senate, Subcommittee on Securities and Exchange of the Banking and Currency Committee, Washington DC, Statement of Merrill Griswold, Chairman, Massachusetts Investors Trust of Boston, Boston, Mass., pp. 487 e ss., spec. p. 496, documento reperibile al seguente indirizzo: https://books.google.it/books?id=HEehf_M2OUIC&pg=RA8-PA487&lpg=RA8-

registrato dai fondi monetari, piuttosto che sollecitare l'imposizione di nuove restrizioni operative, dovrebbe spingere il legislatore statunitense a ridurre il peso rappresentato dalla normativa prudenziale bancaria³¹. Quanto all'annosa questione delle riserve minime obbligatorie, secondo il pensiero di Charles Partee, l'allora Governatore della Federal Reserve, l'applicazione di tali riserve anche ai fondi monetari si potrebbe giustificare soltanto qualora l'investimento in quote di un fondo comune di investimento iniziasse ad assumere con maggiore consistenza i connotati di un conto di pagamento. Considerato che secondo i dati di mercato relativi al 1980 l'acquisto di quote di un fondo monetario ha finalità puramente di investimento, non sussistono, a detta di Partee, le condizioni per l'applicazione dell'obbligo delle riserve minime obbligatorie³².

PA487&dq=statement+merrill+griswold+chairman+massachusetts+investors+trust+senate+hearing&source=bl&ots=Id5dQjstmT&sig=ACfU3U1ghudMOMQl_q12s1m2f2sPwKcVbw&hl=it&sa=X&ved=2ahUKEwiM_tnTgtDuAhUQCuwKHQE0CGIQ6AEwAnoECAUQA#v=onepage&q=statement%20merrill%20griswold%20chairman%20massachusetts%20investors%20trust%20senate%20hearing&f=false; per una visione critica circa la manifestazione del fenomeno della corsa al ritiro delle proprie disponibilità liquide anche verso i fondi monetari si v. anche R. METZ, *Market Place. Money Funds and Liquidity*, in *The New York Times*, 15 November 1979, in cui si afferma che i fondi monetari sono probabilmente in grado di gestire richieste di riscatto delle quote da parte dei quotisti, anche qualora le stesse fossero di ammontare elevato, in un breve arco di tempo e senza perdite in conto capitale a danno degli investitori fuoriuscenti.

³¹ Deregolamentazione poi, di fatto, manifestatasi attraverso il *Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act* del 1980 e il *Garn-St Germain Act 1982* con i quali il legislatore americano ha consentito all'eliminazione graduale dei massimali di interesse, permettendo dal 1986 a tutte le banche (commerciali e di risparmio) di offrire sul mercato depositi bancari con tassi di interesse variabili e, soprattutto, competitivi in quanto realmente fruttiferi: cfr. R. S. CARNELL, J. R. MACEY, G. P. MILLER, *The Law of Financial Institutions*, cit., p. 24; sul tema si v. anche L. WAYNE, *Savings Institutions Reshaping Operations in Face of Big Losses*, in *The New York Times*, 25 May 1981; C.E. SCHUMER, *Deregulation on a Boomerang. Why Interest Rates Won't Come Down*, in *The New York Times*, 1 January 1984.

³² Cfr. Hearings before the Subcommittee on Financial Institutions of the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, United States Senate, 96th Congress, Second Session on Oversight on the Supervision and Regulation of Money Market Mutual Funds and the Effect of the Funds on Financial Markets, 24 and 30 January 1980, reperibile al seguente indirizzo: https://books.google.it/books?id=IfJHXuD_RJ8C&pg=PA413-IA6&lpg=PA413IA6&dq=Hearing+on+money+market+mutual+funds,+subcommittee+on+financ

Nonostante i lavori svolti presso il Senato americano avessero indicato in maniera univoca come l'imposizione di vincoli all'operatività dei fondi monetari non fosse giustificata dal contesto di riferimento, restrizioni al credito vengono comunque temporaneamente ingiunte dall'amministrazione Carter per tentare di ridurre la nuova ondata di inflazione che si era abbattuta sull'economia americana. In particolare, il 14 marzo 1980, mediante l'*Executive Order* n. 12201, il governo statunitense attribuisce anzitutto al Consiglio dei governatori delle Federal Reserve il potere straordinario di esercitare il controllo/governo del credito sotto qualsiasi forma, sia esso credito al consumo, a favore di progetti imprenditoriali, ovvero a breve o a medio-lungo termine³³. In secondo luogo, quanto ai fondi monetari, il programma di controllo creditizio predisposto dal sistema del Federal Reserve impone a tutti i fondi monetari di costituire una riserva di liquidità infruttifera presso la Federal Reserve dell'ammontare pari al 15 per cento del valore di ogni attività finanziaria acquisita al portafoglio titoli successivamente alla data di emanazione dell'*Executive Order*, nonché l'obbligo per i gestori dei fondi monetari di comunicare mensilmente al Collegio dei governatori della Federal Reserve la consistenza del portafoglio titoli e i livelli medi giornalieri delle attività finanziarie gestite³⁴. Di conseguenza, quello che era stato «cacciato» dalla porta principale mediante l'impegnata dialettica svolta di fronte alle commissioni del Senato competenti *ratione materiae* sembrava fatto «rientrare» dalla finestra: il contrasto all'imposizione di un obbligo di riserva obbligatoria anche per i fondi monetari si era, in effetti, risolto in una mera esercitazione di

ial+institutions+of+the+senate+committee+on+banking+housing+and+urban+affairs+1980&source=bl&ots=JJSI6_vCZ7&sig=ACfU3U2UjoTYn3wkkZGsjUxUQHP9bpZOGw&hl=it&sa=X&ved=2ahUKEwiV2_SWI9DuAhXQ-

KQKHVLCB4Q6AEwAHoECAUQA#v=onepage&q=charles%20partee&f=false, spec. p. 246.

³³ Cfr. J. CARTER, *Executive Order 12201—Credit Control*, The White House, March 14, 1980, disponibile al seguente indirizzo: <https://www.presidency.ucsb.edu/documents/executive-order-12201-credit-control>.

³⁴ S. LOHR, *Fed's Rule Vexes Money Funds*, in *The New York Times*, 20 March 1980; sulla storia dei controlli al credito del 1980 si v. anche S. SCHREFT, *Credit Controls: 1980*, in *FRB Richmond Economic Review*, vol. 76, no. 6, November/December 1990, pp. 25-55, documento disponibile al seguente indirizzo: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2122688.

stile atteso che il governo americano, sulla spinta della necessità imposta dalla congiuntura economica, era riuscito nell'intento di limitare l'attività creditizia svolta anche dai fondi comuni di investimento.

A ben vedere, la ragione del vincolo amministrativo imposto dal sistema del Federal Reserve ai fondi monetari era quella di limitare l'offerta di moneta disponibile nel sistema verso i c.d. «grandi prenditori» di denaro a prestito. Sebbene in linea di principio conforme ai canoni del monetarismo, questa politica del credito viene prontamente contestata da un punto di vista logico-giuridico dall'Investment Company Institute (ICI), l'istituto di rappresentanza dell'industria dei fondi comuni di investimento, il quale afferma che il requisito della riserva obbligatoria, avendo in concreto l'effetto economico di una tassa sul profitto dei fondi monetari, è incostituzionale in quanto, come affermato dal noto brocardo di origine anglo-sassone «*no taxation without representation*», nel sistema istituzionale americano soltanto il Parlamento può imporre nuove tasse³⁵. Tale contestazione, seppur non avanzata tramite un formale ricorso amministrativo, produce l'effetto di *moral suasion* sperato dall'ICI: dopo qualche giorno, il Collegio dei governatori del Federal Reserve decide di modificare il campo di applicazione della riserva obbligatoria, concedendo specifiche esenzioni a determinati fondi monetari, chiedendo, tuttavia, come contropartita l'invio settimanale, anziché mensile, dei dati relativi al portafoglio titoli gestito³⁶.

Gli ostacoli normativi sopra richiamati, uniti ad alcuni episodi di elevata volatilità sul mercato monetario³⁷, non arrestano, comunque, l'avanzata dei fondi monetari nel mercato finanziario³⁸. Durante gli anni Ottanta l'universo dei fondi

³⁵ S. LOHR, *Money Funds to Contest Reserve Rule*, in *The New York Times*, 21 March 1980.

³⁶ S. SCHREFT, *Credit Controls: 1980*, cit., p. 38.

³⁷ K. W. ARENSON, *Money Funds Are Called Sound*, in *The New York Times*, 9 October 1980 in cui vengono richiamate le difficoltà riscontrate dall'*Institutional Liquid Assets*, fondo monetario allora gestito dalla *First National Bank of Chicago* e offerto al pubblico dalla società di intermediazione *Salomon Brothers*, in seguito all'aumento dei tassi di interesse offerti dai titoli di debito governativi detenuti in portafoglio.

³⁸ Cfr. per esempio le iniziative di *partnership* tra istituti bancari e fondi monetari aventi ad oggetto la creazione di conti correnti bancari c.d. *sweep account* in cui le disponibilità monetarie superiori ad una determinata soglia (circa 3 mila dollari) venivano automaticamente reindirizzate

comuni di investimento viene, in effetti, stravolto dall'operare dei fondi monetari: se nei precedenti quattro decenni (1940-1970) l'industria dei fondi comuni di investimento era composta per il 90 per cento da fondi azionari, con la restante quota minoritaria di mercato in mano ai fondi obbligazionari, l'entrata in scena dei fondi monetari rivoluziona tale rapporto³⁹. In particolare, nel 1979, per la prima volta dalla loro istituzione, le attività finanziarie gestite dai fondi monetari (pari circa a 46 miliardi di dollari) superano l'ammontare complessivo del portafoglio titoli gestito dai fondi azionari (stimato allora in 36 miliardi di dollari). Inoltre, durante il decennio che va dal 1980 al 1990 i fondi monetari consolidano la loro posizione di mercato, arrivando a gestire complessivamente la metà del valore delle attività finanziarie amministrare dall'industria dei fondi comuni di investimento di tipo aperto, somma di gran lunga superiore rispetto alle quote rispettivamente amministrare in media dai fondi azionari (25 per cento), ibridi (tre per cento) e obbligazionari (22 per cento)⁴⁰.

La spinta al mutamento del rapporto quantitativo tra i fondi monetari e obbligazionari, da un lato, e i fondi azionari, dall'altro, è stata principalmente identificata negli effetti prodotti dal mercato ribassista che ha caratterizzato

verso l'acquisto di quote di fondi monetari: D. RANKIN, *Checking Accounts With Money-Funds*, in *The New York Times*, 23 May 1982, in cui si riporta simbolicamente la frase «*if you can't beat 'em, join 'em*».

³⁹ Sui tratti caratteristici del successo dei fondi monetari anche durante gli anni Ottanta si v. H.D. SHAPIRO, *A New Shine on Money Market Funds*, in *The New York Times*, 8 July 1984; F. R. BLEAKLEY, *A Look at the Money Movers*, in *The New York Times*, 4 September 1984.

⁴⁰ I dati richiamati nel testo sono riportati in valore assoluto dall'INVESTMENT COMPANY INSTITUTE, *Fact Book*, 2007, p. 95, disponibile per la consultazione *online* al seguente indirizzo: https://issuu.com/br51merc/docs/ici_factbook-2007. Invero, nella tabella riportata sul *Fact Book*, emerge che nel 1980 il totale delle attività gestite dai fondi comuni di investimento aperti espresso in miliardi di dollari era di 134,76, mentre le quote dei fondi azionari, obbligazionari e monetari erano rispettivamente di 44,42 (33 per cento del totale), 13,98 (10 per cento del totale) e 76,36 (57 per cento del totale). Questa situazione rimane pressoché identica anche alla fine del 1990, con l'unica variante dell'introduzione nel panorama di riferimento anche dei fondi ibridi, atteso che dalla tabella sopra richiamata emerge come in quell'anno il totale delle attività gestite dai fondi comuni nel loro complesso aveva raggiunto la cifra di 1.065,19 miliardi di dollari, mentre le quote dei fondi azionari, ibridi, obbligazionari e monetari erano rispettivamente pari a 239,48 (22 per cento), 36,12 (3 per cento), 291,25 (27 per cento) e 498,34 (47 per cento).

l'andamento della borsa americana nel periodo compreso tra il 1970 e il 1982⁴¹. Le riduzioni del corso dei titoli azionari, con le connesse dolorose perdite in conto capitale subite da coloro che avevano investito gran parte delle proprie risorse liquide nel mercato borsistico, hanno in effetti indotto gli investitori a trasferire le proprie disponibilità monetarie verso quelle innovative soluzioni di investimento a basso rischio offerte dall'industria finanziaria⁴². I fondi monetari hanno rappresentato, a tal riguardo, l'esempio probabilmente più emblematico: la «democratizzazione» della gestione collettiva del risparmio prodotta dalla loro offerta sul mercato⁴³ è stata così importante da indurre la dottrina a definire tali fondi come la più importante innovazione finanziaria creata nella storia dei fondi comuni di investimento⁴⁴.

Il consolidamento e la crescita della quota di mercato dei fondi monetari anche durante gli anni Ottanta e Novanta non può essere spiegato, invece, *sic et simpliciter* attraverso riferimenti alle tendenze di sviluppo del mercato borsistico. E invero, i fondi monetari hanno mantenuto la loro importanza anche durante il

⁴¹ V. G. VARTAN, *Market Place. Mutual Fund Resurgence*, in *The New York Times*, 21 June 1983.

⁴² T. C. HAYES, *A Day in the Life of a Money Market Mutual Fund*, in *The New York Times*, 20 April 1981.

⁴³ Sulla capacità dei fondi monetari di consentire alla generalità della popolazione di godere di tassi di rendimento solitamente riservati ad investimenti di ammontare elevato, superando così le discriminazioni di fatto presenti nel sistema precedente cfr. D. SILVER, *Opinion. Why Make Money Funds Discriminatory?*, in *The New York Times*, 16 April 1981.

⁴⁴ M. P. FINK, *The Rise of Mutual Funds. An insider's view*, cit., pp. 93 e ss., il quale rileva però che, oltre all'offerta di nuovi fondi comuni di investimento, il settore del mercato dei capitali è stato rivoluzionato anche da altri due sviluppi normativi altresì importanti, ossia dalla riforma del sistema privato pensionistico avvenuta tramite l'*Employee Retirement Income Security Act* (c.d. ERISA) del 1974 e, qualche anno più tardi, dalla riammissione delle banche di investimento e degli istituti di credito tradizionali nell'attività di intermediazione mobiliare avvenuta tramite il noto *Gramm-Leach-Bliley Act* del 1999. Per una visione, invece, critica circa la quota di innovazione insita nei fondi monetari cfr. R. METZ, *Market Place. Money Funds In the Future*, in *The New York Times*, 25 June 1981, laddove vengono riportate le dichiarazioni di C. Edward McConnell, allora Vicepresidente della società *Keefe, Bruyette & Woods Inc.*, società specializzata nell'offerta di titoli bancari, circa il «*fight for survival*» che i fondi monetari avrebbero dovuto affrontare una volta aboliti i limiti all'offerta di tassi di interesse da parte dei depositi bancari (c.d. *Regulation Q*).

periodo (1982-2000) che gli analisti finanziari hanno definito di «mercato rialzista», ossia di andamenti del valore delle azioni in costante crescita⁴⁵. Più esattamente, in questa fase, si è rilevato che il numero di risparmiatori-persone fisiche che hanno investito in quote di fondi comuni di investimento, invece di diminuire, è passato da 10 milioni a 47 milioni, mentre il valore delle attività finanziarie gestite dai fondi monetari ha registrato una crescita a dir poco esponenziale, passando da 220 miliardi a 1,8 trilioni di dollari⁴⁶. In tale contesto, ci si è quindi domandato come fosse possibile che il settore dei fondi monetari crescesse anche in presenza della concorrenza di un mercato azionario di nuovo radioso. La spiegazione più convincente a tale quesito si è rinvenuta nella logica intrinseca di funzionamento dei fondi monetari, ossia nella loro capacità, da un lato, di offrire tassi di rendimento maggiori rispetto ai suoi *competitors* più prossimi (*id est*, depositi bancari) e, dall'altro, nella sicurezza circa il mantenimento del valore nominale delle quote di partecipazione al fondo⁴⁷.

⁴⁵ Sulle cause del mantenimento di importanza dei fondi monetari anche dopo il successo degli anni Settanta cfr. L. SLOANE, *Money Funds Retain Allure*, in *The New York Times*, 18 January 1986, in cui si elencano come caratteristiche vincenti dei fondi in esame, da un lato, la capacità di preservare il valore nominale del capitale investito e, dall'altro, l'offerta di tassi di interesse comunque maggiori rispetto alle opzioni di gestione della liquidità rinvenibili all'interno dell'industria bancaria.

⁴⁶ M. P. FINK, *The Rise of Mutual Funds. An insider's view*, cit, p. 144.

⁴⁷ R. S. CARNELL, J. R. MACEY, G. P. MILLER, *The Law of Financial Institutions*, cit., p. 23; in particolare, sulla «*vis attractiva*» rappresentata dalla stabilità del valore nominale dell'investimento in fondi monetari, anche in presenza di un mercato azionario di nuovo competitivo si v. L. SLOANE, *Your Money. Retirees Adjust To Rate Drops*, in *The New York Times*, 5 April 1986; D.F. CUFF, *Chasing Double Digits*, in *The New York Times*, 16 November 1986, in cui viene sottolineata, a tal proposito, la stabilità tipica dei fondi monetari rispetto all'incertezza sul rendimento totale (capitale e interessi) dei fondi che investono in titoli obbligazionari a medio-lungo termine: «[...] *there is a concern in the mutual fund industry that the investors who rushed into bond funds do not fully understand that their money is at risk. If the economy strengthens and inflation reappears, interest rates can rise, and the net asset value of the fund can drop as prices of fixed-income bonds decline. An investment in these funds is fundamentally different from, say, a money-market fund where the interest may fall but the amount of money the investor put in is hardly ever in danger*»; sul maggior rendimento dei tassi di interesse offerti dai fondi monetari si v. R. HURTADO, *Yields Are Mixed*, in *The New York Times*, 9 July 1987.

Quanto ai tassi di rendimento, gli investitori avversi al rischio (c.d. *risk-averse*) sono stati, in particolare, attratti dai maggiori rendimenti ottenibili dall'investimento in quote di partecipazione a un fondo monetario rispetto al ricavo conseguibile tramite certificati di deposito, contratti di deposito vincolati, libretti di risparmio e, in generale, tutte le altre soluzioni a breve termine e a basso rischio offerte dalle banche commerciali⁴⁸. In altri termini, la crescita della quota di mercato dei fondi monetari anche durante la fase di mercato rialzista (c.d. *bull market*) è stata resa possibile grazie all'assorbimento progressivo di quote di mercato storicamente detenute dagli istituti di credito: a titolo esemplificativo, dal 1990 al 2000 la percentuale rappresentata dall'investimento in quote di un fondo monetario detenuta in media dalle famiglie rispetto alla generalità di opzioni di investimento a breve termine presenti sul mercato è raddoppiata, passando dall'11 al 19 per cento⁴⁹.

In riferimento, invece, alla promessa di mantenimento del valore nominale delle quote, si è sostenuto che una delle ragioni del successo dei fondi monetari sia stata rappresentata dalla introduzione della *Rule 2a-7* all'interno del *Investment Company Act* del 1940 in base alla quale i gestori dei fondi in esame, a fronte del rispetto di alcune stringenti condizioni circa la composizione del portafoglio titoli (qualità creditizia, diversificazione, scadenza media dei titoli), erano legittimati a valutare convenzionalmente ciascuna quota di partecipazione al fondo a un prezzo pari a un dollaro⁵⁰. Come facilmente intuibile, il beneficio

⁴⁸ A. C. WALLACE, *Simple and Safe Continues to Sell Best*, in *The New York Times*, 18 December 1988; R. HURTADO, *Money Fund Yields Rise*, in *The New York Times*, 2 March 1989.

⁴⁹ B. REID, *Growth and Development of Bond Mutual Funds*, in *Investment Company Institute Perspective*, Vol. 3, No. 2, June 1997, p. 4, documento disponibile al seguente indirizzo: <https://www.ici.org/pdf/per03-02.pdf>; ID., *The 1990s: A Decade of Expansion and Change in the U.S. Mutual Fund Industry*, in *Investment Company Institute Perspective*, Vol. 6, No. 3, July 2000, p. 7, disponibile al seguente indirizzo: <https://www.ici.org/pdf/per06-03.pdf>, in cui si afferma testualmente che dopo il 1994 l'investimento in fondi monetari consentiva agli investitori di guadagnare 230 *basis point*, ovvero il 2,3 per cento, in più rispetto alla sottoscrizione di un contratto di deposito bancario.

⁵⁰ La *Rule 2a-7* codificava, in effetti, la prassi diffusasi sul mercato di iscrivere in bilancio le attività finanziarie in portafoglio sulla base del costo di acquisto dei titoli (c.d. metodo del costo ammortizzato), ossia evitando di tenere conto degli eventuali apprezzamenti o deprezzamenti di

legato alla *Rule 2a-7* era notevole in quanto permetteva ai gestori dei fondi monetari di sponsorizzare le quote di partecipazione ai rispettivi fondi come se fossero degli investimenti che, oltre a garantire un tasso di rendimento in linea con il mercato monetario, erano comunque in grado di preservare il valore nominale di un dollaro per quota, dimostrandosi pertanto immuni dalla fisiologica volatilità del mercato dei capitali⁵¹. L'«illusione» della stabilità di valore veniva resa possibile dai limiti legislativi imposti alla politica di investimento che un fondo monetario con valore delle quote costanti poteva perseguire: invero, ai sensi della *Rule 2a-7*, le attività finanziarie acquistabili non potevano avere una durata superiore a 13 mesi, la scadenza media del portafoglio titoli non poteva essere superiore a 120 giorni (limite in seguito ridotto a 90 giorni)⁵² e gli strumenti monetari valutati dalle agenzie di *rating* esterne dovevano ricevere soltanto una delle due valutazioni più elevate (cioè, AAA o AA+). L'unica eccezione a tali parametri di gestione del portafoglio era rappresentata dalla possibilità di investire una piccola quota del portafoglio (pari al cinque per cento) in titoli di debito aventi una qualità inferiore⁵³. La *ratio* sottesa alla dettagliata regolamentazione del portafoglio titoli di un fondo monetario si rinveniva nelle esigenze di protezione

mercato delle suddette attività. In tal modo, la ricostruzione «artificiale» del valore degli strumenti finanziari detenuti in portafoglio, essendo legata temporalmente al costo storico di acquisto dei titoli, permetteva ai gestori dei fondi monetari di offrire sul mercato quote di partecipazione al valore stabile di un dollaro: sull'introduzione della *Rule 2a-7* nel 1983 cfr. *Valuation of Debt Instruments and Computation of Current Price Per Share by Certain Open-End Investment Companies* (Money Market Funds), Investment Company Act Release No. 13380 (July 11, 1983) [48 FR 32555 (July 18, 1983)], documento disponibile al seguente indirizzo: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/FR-1983-07-18/pdf/FR-1983-07-18.pdf>, nonché il provvedimento legislativo *Investment Company Act Release No. 12206* (Feb. 1, 1982) [47 FR 5428 (Feb. 5, 1982)], reperibile al seguente indirizzo: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/FR-1982-02-05/pdf/FR-1982-02-05.pdf>; per una ricostruzione della normativa in esame si v. anche M.P. FINK, *The Rise of Mutual Funds. An insider's view*, cit., p. 177; sul punto si v. anche M. ROWLAND, *Leaner, Meaner Money Market Funds*, in *The New York Times*, 16 April 1989.

⁵¹ F. NORRIS, *Seeking Safety In Money Funds*, in *The New York Times*, 9 November 1990.

⁵² Sulla modifica legislativa della durata massima del portafoglio titoli di un fondo monetario introdotta dalla SEC agli inizi degli anni Novanta si v. F. NORRIS, *Market Place. Curbing the Risk In Money Funds*, in *The New York Times*, 14 February 1991.

⁵³ Cfr. Investment Company Act 1940, § 270.2a-7 rubricato «Money market funds».

degli investitori dai rischi di credito e di tasso di interesse: in particolare, le prescrizioni sulla qualità creditizia dei titoli (*id est*, elevato rating del credito) servivano a ridurre il rischio di *default* del fondo insito, invece, nei titoli più rischiosi (c.d. *junk bond*), mentre le regole sulla durata residua dei titoli (sia in termini assoluti, sia come media delle scadenze in portafoglio) rappresentavano degli argini alla possibilità che il mutamento dei tassi di interesse sul mercato incidesse, secondo il noto rapporto inverso tra valore nominale dei titoli e tasso di interesse, in misura sostanziale sulla quotazione dei titoli in portafoglio⁵⁴.

L'intuizione sul ruolo cruciale svolto dalla *Rule 2a-7* nel processo di crescita dei fondi monetari è stata, in effetti, confermata anche dall'esperienza pratica maturata sul campo: dalla sua istituzione fino agli inizi del XXI secolo, a ben vedere, soltanto un fondo monetario (il *Community Bankers Mutual Fund*) non è riuscito a mantenere la promessa di restituire almeno un dollaro per ogni quota offerta sul mercato, integrando l'ipotesi che gli addetti ai lavori chiamano tutt'ora di «*breaking the buck*» (letteralmente, rottura del dollaro)⁵⁵. I rigidi limiti di investimento imposti dalla *Rule 2a-7* e il valore pressoché stabile delle attività finanziarie detenute in portafoglio hanno, a ben considerare, permesso ai fondi monetari di non ricorrere alla liquidazione coatta del proprio patrimonio,

⁵⁴ A. SCHULTZ, *And The Winner Is...The Money Market?*, in *The New York Times*, 11 October 1998.

⁵⁵ L. WAYNE, *Investors Lose Money in «Safe» Fund*, in *The New York Times*, 28 September 1994, in cui si rileva che tale fondo aveva investito quasi la metà del proprio patrimonio (35.5 su 82.2 milioni di attività finanziarie gestite) in derivati finanziari – collegati a titoli di debito emessi da Agenzie governative – divenuti improvvisamente illiquidi in seguito ad un aumento repentino dei tassi di interesse. È stato tuttavia rilevato che, a fronte di un solo fallimento dei fondi monetari, nel periodo compreso tra il 1980 e gli inizi del 1990 gli istituti bancari statunitensi hanno attraversato un periodo alquanto turbolento: in particolare, dal 1981 al 1988, le banche commerciali hanno registrato un tasso di fallimento costantemente in crescita, passando dai circa 10 fallimenti durante il 1981 al picco dei 280 durante il 1988, mentre nello stesso periodo hanno dichiarato bancarotta circa 1284 casse di risparmio (c.d. *thrift institutions*) assicurate dalla *Federal Savings and Loan Insurance Corporation* (FSLIC): sul punto si v. R. S. CARNELL, J. R. MACEY, G. P. MILLER, *The Law of Financial Institutions*, cit., p. 28.

consolidando così nel tempo la reputazione di veicoli di investimento sicuri e affidabili in cui collocare disponibilità monetarie altrimenti infruttifere⁵⁶.

3. L'espansione europea

Negli ultimi decenni del secolo scorso si è assistito a un processo di «globalizzazione dell'economia» in cui la liberalizzazione del commercio e delle transazioni finanziarie tra Stati ha consentito, da un lato, la transizione da sistemi economici basati in prevalenza sulla produzione industriale dei beni a delle nuove realtà economiche, in cui il primato indiscusso è lasciato al commercio e alla finanza globale, e dall'altro, in misura maggiore, a una progressiva interconnessione delle strutture economico-giuridiche nazionali⁵⁷. In un tale contesto, parallelamente al recepimento di moduli giuridici ideati in un luogo, ma accolti anche altrove⁵⁸, innumerevoli soluzioni di mercato e/o modelli di *business* hanno varcato lo spazio degli Stati in cui si sono originariamente sviluppati, allo scopo di diffondersi prolificamente in altri ambiti geografici in cui, per esempio,

⁵⁶ M. P. FINK, *The Rise of Mutual Funds. An insider's view*, cit., p. 179 in cui si rileva ironicamente che il fondo che dichiarò bancarotta, il *Community Bankers US Government Money Market Fund*, era un fondo gestito da diverse banche per finalità di investimento delle rispettive disponibilità liquide. Nello specifico, in tal caso, invece di restituire 1 dollaro per quota, tale fondo riuscì a rimborsare ai quotisti 94 centesimi di dollaro per ogni quota, facendo registrare agli investitori una perdita di 6 centesimi di dollaro per ogni quota in precedenza acquistata. Questo fallimento non produsse effetti domino nei confronti di altri fondi monetari atteso che il *Community Bankers* era un fondo di entità relativamente modesta le cui quote non erano offerte a investitori *retail*, ma soltanto a clienti professionali. In generale, sulla reputazione di veicoli di investimento relativamente sicuri guadagnata nel tempo da parte dei fondi monetari si v. A. SULLIVAN, *In Times of Turmoil, Remember Money Funds*, in *The New York Times*, 14 October 1995.

⁵⁷ M. R. FERRARESE, *Prima lezione di diritto globale*, Laterza, Roma-Bari, 2012, pp. 13 e ss.

⁵⁸ Sul concetto di circolazione giuridica utilizzato dai comparatisti si vedano, tra le altre, le analisi di U. MATTEI, voce *Circolazione dei modelli giudici*, in *Annali dell'Enciclopedia del diritto*, Giuffrè, Milano, 2007, p. 173; e A. J. WATSON, *Il trapianto di norme giuridiche*, Esi, Napoli, 1984.

cultura e tradizioni storiche avevano incentivato la diffusione di idee imprenditoriali diverse⁵⁹.

Questo processo di interazione reciproca tra culture nazionali ha influenzato naturalmente anche il fenomeno dei fondi monetari: questi ultimi, a partire dagli anni Ottanta, fuoriescono dai confini statunitensi e iniziano a essere costituiti anche nel c.d. «banco-centristico» vecchio Continente⁶⁰. La rivoluzione compiuta nel settore dei fondi comuni di investimento statunitense stimola, in particolare, le società di investimento europee che iniziano a imitare, all'interno del mercato unico, il modello dei fondi monetari lanciato nel decennio precedente dalla coppia newyorkese Henry Brown e Bruce Bent⁶¹.

La propagazione dei fondi monetari all'interno della Comunità europea non assume, tuttavia, connotati lineari tra i vari Stati membri. Anzi, tra i 10 Stati allora membri della Comunità economica europea (Germania, Francia, Italia, Olanda, Belgio, Lussemburgo, Danimarca, Irlanda, Regno Unito, Grecia), soltanto

⁵⁹ A tal proposito, parte della dottrina tende ad affermare che le innovazioni finanziarie vincenti hanno una spiccata tendenza ad essere diffuse più rapidamente all'interno del sistema economico per due ragioni. La prima ragione si rinviene, anzitutto, nel fatto che le innovazioni nel campo della finanza sono per la stragrande maggioranza dei casi il prodotto di idee che, in virtù della loro immaterialità, non riescono ad ambire prontamente ad una protezione giuridica simile a quella concessa, per esempio, dai brevetti industriali. In secondo luogo, la ragione della rapida propagazione delle innovazioni finanziarie trova fondamento negli incentivi che gli ideatori di innovazioni finanziarie di successo ricevono sia economicamente dai proventi degli strumenti immessi sul mercato, sia moralmente dagli imitatori che plaudono agli effetti benefici prodotti sul tessuto economico dalle nuove scoperte: cfr. H. MINSKY, *Stabilizing an Unstable Economy*, McGraw-Hill, New York, 2008 (prima ed. 1986), p. 220.

⁶⁰ Sulla causa dell'iniziale lentezza dei fondi monetari ad espandersi anche nel contesto europeo cfr. R. METZ, *Market Place. Money Fund Competition*, in *The New York Times*, 11 October 1982 il quale richiama a tal riguardo il pensiero di Saul B. Klamman, allora presidente dell'Associazione nazionale delle casse di risparmio, in base al quale il mancato sviluppo dei fondi monetari in Canada e in Europa si doveva collegare, a ben vedere, all'assenza in tali contesti geografici di vincoli all'offerta di tassi di interesse conformi al mercato monetario.

⁶¹ K. BURGESS, G. TETT, *Least known funds now at centre of attention*, in *Financial Times*, 18 September 2007, in cui si rileva che i primi fondi monetari che sono stati offerti in Europa rappresentavano, in buona sostanza, l'importazione di un concetto di amministrazione della liquidità prettamente americano.

tre vengono sostanzialmente attratti dalle potenzialità di sviluppo economico connesse ai fondi monetari: Francia, Lussemburgo e Irlanda⁶². La scelta condivisa da questi Stati di costituire fondi monetari all'interno dei rispettivi mercati finanziari non si basa fin da subito, però, su ragioni economiche unitarie. In Francia e in Lussemburgo, invero, i fondi monetari vengono introdotti come una sorta di risposta a due caratteristiche «macroeconomiche» del mercato dei capitali in quel periodo presenti: il divieto per le banche di corrispondere tassi di interesse sui contratti di depositi bancario stipulati con la clientela e la notevole diffusione – di natura sia pubblica sia privata – di titoli di debito a breve termine⁶³. In analogia alle ragioni sottese all'istituzione dei fondi monetari negli Stati Uniti d'America, anche questi due Stati europei ricorrono, quindi, a tali veicoli di investimento per cercare di eludere le restrizioni che, a causa dei fenomeni inflazionistici presenti a livello internazionale durante gli ultimi decenni del secolo scorso, limitavano la capacità di produzione di interessi da parte dei depositi bancari⁶⁴. In Irlanda, invece, i fondi monetari vengono introdotti principalmente da società di investimento statunitensi al fine di soddisfare le necessità di gestione della liquidità manifestate, a vario titolo, dalle multinazionali storicamente ubicate nel suolo irlandese⁶⁵.

⁶² In Germania, per esempio, i fondi monetari vengono considerati un veicolo di investimento legittimo soltanto dal 1994: cfr. a tal proposito B. MITCHENER, *Germany Braces for Debut of Money Market Funds*, in *The New York Times*, 12 August 1994.

⁶³ R. BRUCE, *Luxembourg Thrives As an Eden for Funds*, in *The New York Times*, 13 November 1993, in cui si rileva che agli inizi degli anni Novanta la Francia e il Lussemburgo erano – rispettivamente – la prima e il secondo mercato europeo dell'industria della gestione collettiva del risparmio di tipo aperto, con attività finanziarie gestite di ammontare pari a 448 e 182 miliardi di dollari. Al terzo posto si classificava, invece, il Regno Unito, con «soli» 91 miliardi di dollari di attività finanziarie gestite in monte.

⁶⁴ J. NEHER, *Paribas Expected to Seek Bigger U.S. Financial Role*, in *The New York Times*, 23 July 1990.

⁶⁵ IOSCO, *Money Market Fund Systemic Risk Analysis and Reform Options*. Consultation Report, 27 aprile 2012, pp. 41 e ss. documento reperibile al seguente indirizzo: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD379.pdf>, in cui si rileva che la situazione del mercato europeo dei fondi monetari, sulla base dei dati di mercato alla fine del 2011, non è sostanzialmente cambiata rispetto a quella fotografata durante gli anni Ottanta: l'industria è infatti

Quanto alla base degli investitori interessati alla sottoscrizione di quote in un fondo monetario, le ragioni economiche dello sviluppo europeo di tali fondi hanno consolidato nel tempo l'offerta delle quote pressoché integralmente verso investitori istituzionali. Più esattamente, le quote dei fondi monetari domiciliati presso Irlanda e Lussemburgo sono state acquistate quasi esclusivamente da investitori istituzionali non-domestici, mentre in Francia è prevalsa la proprietà nazionale delle quote emesse dai fondi ubicati sul suolo francese⁶⁶. I piccoli risparmiatori sono rimasti inizialmente fuori da tale mercato, giudicato dai più maggiormente adatto alla gestione temporanea della liquidità di grandi imprese⁶⁷.

L'altra caratteristica degna di menzione attiene, inoltre, alla modalità di rimborso delle quote di partecipazione a un fondo monetario. Nel mercato europeo, infatti, non si è diffuso soltanto il modello imperante negli Stati Uniti di fondo monetario con valore delle quote fissate arbitrariamente a un dollaro, ovvero a un euro e/o sterlina (c.d. fondi monetari con valore delle quote – NAV⁶⁸ – costante), bensì anche una variante «autoctona» di fondo monetario che non si impegna a mantenere costante il valore delle quote amministrate, preferendo optare per un'offerta delle quote più realistica, basata sul valore di mercato delle

ancora in mano a Francia, Irlanda e Lussemburgo atteso che il 90 per cento delle attività finanziarie gestite dai fondi monetari europei risultano essere riconducibili a fondi aventi sede legale nei tre Stati sopra citati. A conferma di ciò, nel report dell'IOSCO si sottolinea ulteriormente che in Francia il mercato dei fondi monetari francesi rappresenta, da solo, un terzo del totale della quota del mercato finanziario in mano alla gestione collettiva del risparmio; per un'analisi degli elementi che hanno condotto allo sviluppo del settore della gestione collettiva del risparmio in Irlanda, si v. I. FRASER, *Dublin shrugs off downturn blues*, in *Financial Times*, 20 July 2008, in cui vengono elencati come fattori di successo la posizione dell'Irlanda sia come Stato membro dell'Unione europea, sia come nazione che ha adottato l'euro come moneta unica, la lingua inglese, la qualità dell'offerta formativa, un regime normativo *market-friendly* e, soprattutto, una pressione fiscale estremamente ridotta.

⁶⁶ Sulla relativa facilità con cui i cittadini francesi potevano acquistare quote di partecipazione a fondi monetari senza incorrere nel pagamento di commissioni di gestione si v. C. DE AENLLE, *With Some Help on Rates, Paris Should Boom On*, in *The New York Times*, 25 April 1992.

⁶⁷ IOSCO, *Money Market Fund Systemic Risk Analysis and Reform Options*, cit., p. 44.

⁶⁸ Acronimo di *Net Asset Value* usato tradizionalmente nel contesto statunitense per indicare le modalità di contabilizzazione delle quote di partecipazione ad un fondo comune di investimento.

attività gestite in portafoglio (c.d. fondi monetari con valore delle quote – NAV – variabile). Quest'ultimo modello ha trovato fortuna soprattutto in Francia, mentre il tradizionale fondo monetario con valore delle quote costante ha riscontrato terreno fertile in Irlanda e Lussemburgo⁶⁹.

Per quanto concerne l'Italia, invece, la diffusione dei fondi monetari non è stata originariamente rilevante come nelle esperienze europee sopra richiamate. Tuttavia, la «cartina di tornasole» dell'interesse suscitato anche all'interno del nostro sistema giuridico-economico dall'industria della gestione collettiva del risparmio in generale può essere rappresentata dalla disciplina dei fondi comuni di investimento di tipo aperto, emanata dal legislatore con legge 23 marzo 1983, n. 77. Con questa legge, in effetti, si provvede a disciplinare per la prima volta nella storia del mercato dei capitali italiano il fondo comune di investimento mobiliare di tipo aperto, cioè il paradigma di riferimento dei fondi monetari, definendolo come un tipico esempio di investitore istituzionale in grado di raccogliere il risparmio presso il pubblico degli risparmiatori, e provvedere alla sua gestione in monte sulla base dei noti canoni metodologici di competenza professionale e diversificazione degli impieghi⁷⁰.

4. Le turbolenze del primo decennio del XXI secolo

I primi due anni del nuovo millennio non apportano sostanziali modifiche all'assetto dei fondi comuni di investimento che – come indicato in precedenza – si è visto consolidare negli ultimi decenni del Novecento: più esattamente, i fondi monetari, oltre a offrire tassi di rendimento più elevanti rispetto ai fondi azionari e obbligazionari, gestiscono portafogli di attività finanziarie che a livello complessivo, tenendo cioè conto di tutte le tipologie di fondo monetario presenti

⁶⁹ IOSCO, *Money Market Fund Systemic Risk Analysis and Reform Options*, cit., p. 47; in generale, per un quadro generale sulle modalità di valutazione delle quote di partecipazione a un fondo monetario si v. D. RANKIN, *Your Money. Valuing Assets of Money Funds*, in *The New York Times*, 10 November 1979, in cui vengono, invero, descritti gli effetti sul valore nominale delle quote di partecipazione prodotti dai metodi di valutazione degli asset gestiti in portafoglio basati, a vario titolo, sul valore di mercato, sul costo storico, sul c.d. *total payout*, ovvero sul metodo dell'arrotondamento (*penny rounding*).

⁷⁰ R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, Giappichelli, Torino, Undicesima edizione, 2018, p. 27.

sulla scena statunitense, sfiorano la soglia di due trilioni di dollari⁷¹. Gli occasionali fallimenti delle società emittenti cambiali finanziarie (c.d. *commercial papers*) – acquistate in prevalenza dai fondi monetari – non producono nei confronti di questi ultimi effetti domino di rilievo, in quanto gli eventuali deprezzamenti di valore delle cambiali insolute che si registrano nel bilancio dei fondi vengono prontamente riequilibrati dai sostegni di liquidità esterni elargiti dalle società di gestione (c.d. *sponsor entity*) dei fondi stessi. In tale contesto, soltanto una parte minoritaria dell'industria dei fondi monetari contesta la prassi commerciale di acquisto di cambiali finanziarie emesse da società non-finanziarie, ritenendole in particolare non conformi alla logica di funzionamento che aveva ispirato originariamente la nascita di tali fondi ed incentrata, come noto, sulla commistione tra sicurezza del valore nominale del capitale investito, elevata liquidità delle quote di partecipazione al fondo e offerta di tassi di rendimento competitivi. La maggioranza degli investitori e le Autorità di vigilanza ritengono, infatti, che i fondi monetari costituiscono delle soluzioni di investimento che, seppur non supportate da alcun tipo di garanzia pubblica, hanno l'onere di rispettare delle regole prudenziali di gestione della liquidità in grado di ridurre al minimo il rischio di insolvenza⁷². In questo periodo, peraltro, l'immagine dei

⁷¹ Cfr. *Fund Watch. The New Might of Money Funds*, in *The New York Times*, 24 September 2000, in cui si riportano a livello numerico le differenze di rendimento tra fondi monetari, da un lato, e fondi azionari e obbligazionari, dall'altro. In particolare, si rileva che il tasso di rendimento offerto dai gestori di fondi monetari si attesta intorno al 6 per cento, mentre le altre tipologie di fondi comuni di investimento (fondi azionari e obbligazionari) sopra richiamate offrono, mediamente, il 5,1 e 4,7 per cento. Quanto alla grandezza delle attività gestite, invece, si sottolinea la grande sperequazione tra fondi monetari e fondi obbligazionari: se i primi amministrano titoli per un valore complessivo pari quasi a 2 trilioni di dollari, i secondi si limitano ad offrire attività finanziarie per un controvalore pari a 800 miliardi di dollari, cioè meno della metà rispetto ai fondi monetari.

⁷² C. GOULD, *Defaults Sound Alarm About Money Funds*, in *The New York Times*, 11 February 2001, in cui vengono riportate le parole critiche di Bruce Bent, co-fondatore del *Reserve Primary Fund*, il primo fondo monetario costituito a New York nel 1971, secondo il quale un fondo monetario, al fine di onorare le promesse enunciate nei prospetti informativi consegnati alla clientela, dovrebbe limitarsi ad acquisire in portafoglio soltanto titoli governativi a breve termine

fondi monetari come «riparo sicuro dalle intemperie» viene rafforzata dal nervosismo del corso dei titoli azionari che, riflettendo le incertezze susseguenti alla bolla del mercato azionario delle c.d. «dot com», induce gli investitori ad acquistare quote di partecipazione a fondi monetari in misura affatto superiore rispetto agli importi usualmente indirizzati verso tali veicoli (c.d. «*flight to safety*»): e invero, soltanto nel mese di gennaio 2001 viene registrato un afflusso di 116 miliardi di dollari verso l'industria dei fondi monetari, risultato che raddoppia il precedente trasferimento record di 62 miliardi di dollari registrato dall'associazione di rappresentanza dei fondi comuni di investimento (l'Investment Company Institute, ICI) durante il mese di novembre 2000⁷³.

La situazione inizia a mutare alla fine del 2001, quando la *Federal Reserve* decide di ridurre i saggi di interesse, e in particolare il *federal funds* (cioè il tasso di riferimento per i prestiti *overnight* tra banche), dal 5,5 all'1,25 per cento al fine di stimolare la spesa verso investimenti nell'economia reale e scongiurare, così, il rischio di deflazione che si stava diffondendo nel sistema economico⁷⁴. Questa drastica riduzione dei tassi di interesse governativi si riflette, ovviamente, sulla profittabilità dei fondi monetari che, nell'affrontare per la prima volta dalla loro istituzione durante il 1970 dei tassi di rendimento del mercato monetario vicini allo zero, decidono, anzitutto, di fissare commissioni di gestione a livelli pressoché nulli, in guisa da garantire comunque un piccolo rendimento ai quotisti e, soprattutto, preservare il valore nominale di un dollaro per quota. A titolo esemplificativo, il fondo monetario gestito dalla società di investimento *Vanguard*, l'omonimo *Vanguard Prime fund*, a fronte di un rendimento di portafoglio di circa 1,20 per cento, decide di fissare l'ammontare delle commissioni di gestione a 0,33 per cento, mentre il fondo monetario gestito dalla compagnia di assicurazione *John Hancock*, il *John Hancock Money Market fund*, avendo dei costi di gestione pari all'1,39 per cento delle attività gestite in

e/o obbligazioni bancarie di elevata qualità, ed evitando quindi di allargare la politica di investimento anche a titoli di debito emessi da società non-finanziarie.

⁷³ V. MARINO, *In Money Funds, Awaiting Dawn*, in *The New York Times*, 8 April 2001; R. D. ATLAS, *Banks to the Rescue*, in *The New York Times*, 4 May 2001.

⁷⁴ J. SOMMER, *Money Funds Cut Fees As Their Yields Fall*, in *The New York Times*, 27 January 2002.

portafoglio, si trova costretto ad offrire un rendimento pari soltanto all'0,11 per cento⁷⁵. In secondo luogo, i tentativi di mantenere appetibile lo *spread* tra costo e rendimento del capitale spingono i gestori dei fondi monetari a investire il patrimonio gestito in monte in attività maggiormente rischiose che, a differenza dei titoli governativi a breve termine, possano produrre un tasso di interesse superiore all'un per cento. La soluzione viene individuata nell'irrobustimento del peso specifico delle cambiali finanziarie (c.d. *commercial paper*) all'interno del portafoglio titoli gestito dai fondi monetari e, più in generale, nell'investimento in strumenti del mercato monetario come i contratti pronto termine (c.d. *repurchase agreement*) e i titoli garantiti da attività finanziarie sottostanti (c.d. *asset-backed securities*) che, seppur aventi una scadenza non superiore a 365 giorni, hanno un orizzonte temporale più ampio rispetto ai titoli usualmente presenti nei fondi monetari a brevissimo termine⁷⁶.

Il cambio di strategia ripaga l'industria dei fondi monetari nel giro di pochi anni: a partire dalla metà del 2004, infatti, il settore di riferimento scongiura il rischio di una fuoriuscita generalizzata degli investitori da un mercato giudicato non più conveniente mediante l'offerta di rendimenti di nuovo superiori alla soglia limite del due per cento. Sebbene parzialmente aiutati anche da un lieve aumento dei tassi di sconto (c.d. *federal funds*) da parte della *Federal Reserve*, in particolare, le nuove politiche di investimento danno la possibilità a fondi monetari come, ad esempio, il *PayPal money market fund* e il *Vanguard Prime fund*, di garantire sulle somme investite nell'acquisto delle proprie quote di partecipazione al fondo un rendimento pari rispettivamente al 2,51 e 2,25 per cento, ovvero possibilità di guadagno nettamente superiori rispetto a quelle proposte dai depositi bancari tradizionali che, nello stesso periodo, garantiscono un rendimento pari all'0,55 per cento delle somme depositate⁷⁷.

⁷⁵ R. D. HERSHEY JR., *Yields So Low That a Mattress Might Do Instead*, in *The New York Times*, 26 January 2003; J. SOMMER, *Money Market Yields Down*, in *The New York Times*, 11 May 2003.

⁷⁶ C. BATCHELOR, *Short-term funds 'to gain in popularity'*, in *Financial Times*, 7 October 2004; R. KNIGHT, *Money market funds: Worth considering as a place to park short-term cash*, in *Financial Times*, 24 June 2005.

⁷⁷ R. D. HERSHEY JR, *The Savings Account Is Back. (No Laughing, Please.)*, in *The New York Times*, 27 February 2005, in cui si rileva però che le *internet banking* come *ING Direct* e

Nel biennio 2005-2006 il vantaggio competitivo dei fondi monetari viene indirettamente rafforzato dalla politica monetaria restrittiva della Banca centrale statunitense che, al fine di evitare la crescita della tristemente nota bolla immobiliare dei mutui *subprime* che scoppierà poi nel 2007, decide di aumentare il livello generale dei tassi di interesse a breve termine. Più esattamente, nel periodo in esame la *Federal Reserve* alza i tassi di interesse per ben 17 volte consecutive, ritornando di nuovo a quella soglia del cinque per cento lordo che era imperante nel corso del 2001, prima del brusco calo dei *federal funds* imposto sempre dalla *Federal Reserve* al fine di stimolare l'allora anemica crescita economica statunitense. A ben vedere, la presenza di tassi di interesse di nuovo alti rafforza l'antica concezione in base alla quale l'investimento in quote di un fondo monetario rappresenta una delle migliori soluzioni di investimento in cui «parcheggiare» temporaneamente le proprie disponibilità liquide e godere, al contempo, sia della stabilità di valore delle quote, sia di tassi di interesse competitivi⁷⁸. Peraltro, in analogia con i movimenti del mercato americano, anche nel settore finanziario europeo si registra un rinnovato interesse verso i profitti ricavabili dagli strumenti del mercato monetario. In particolare, il desiderio di abbracciare politiche di investimento più caute, godendo purtuttavia di tassi di rendimento a breve termine altamente remunerativi, spinge gli investitori europei a preferire l'acquisto di quote di partecipazione a fondi monetari, considerati a tal proposito meno rischiosi rispetto ai fondi azionari o obbligazionari⁷⁹, con ciò

EmigrantDirect, godendo di costi di gestione minori rispetto alle banche «fisiche», propongono tassi di rendimento sui depositi bancari sostanzialmente in linea con quelli offerti dai fondi monetari; J. REHAK, *Money market funds looking up*, in *The New York Times*, 18 August 2005.

⁷⁸ C. DE AENLLE, *In Search of the Perfect Parking Spot for Cash*, in *The New York Times*, 20 August 2006

⁷⁹ P. DAVIS, *Hiccup in Europe's booming sales*, in *Financial Times*, 22 May 2006; *Massive outflows from European equity funds*, in *Financial Times*, 21 August 2006, laddove si rileva che nel periodo in esame i fondi monetari registrano vendite di quote per un ammontare pari a circa 16,6 miliardi di euro, mentre i fondi obbligazionari subiscono una fuoriuscita di capitale di circa 4 miliardi di euro.

confermando ulteriormente quel tasso di crescita che il settore europeo dei fondi monetari aveva intrapreso dalla fine degli anni Novanta⁸⁰.

4.1. Le iniziali avvisaglie della crisi finanziaria

L'ottimismo, sia all'interno che all'esterno dell'industria dei fondi monetari, verso le capacità di guadagno insite nell'acquisto di strumenti del mercato monetario inizia, tuttavia, a scemare con l'avvento delle prodromiche turbolenze finanziarie che porteranno poi alla nota crisi finanziaria del 2008. In particolare, nel secondo semestre del 2007, in seguito al crollo dei prezzi degli immobili, che negli anni precedenti erano saliti di circa l'80 per cento, si manifestano le prime esternalità negative in tutto il settore del credito, da quello a medio-lungo termine a quello avente un orizzonte temporale breve, scavalcando il diaframma che si riteneva a torto esistente tra crediti di bassa ed elevata qualità⁸¹. Invero, in primo luogo, la riduzione di valore degli immobili aumenta il tasso di insolvenza dei mutui di qualità minore, ossia i mutui *subprime* concessi a soggetti esclusi dai parametri richiesti per la concessione del credito bancario «primario», in quanto privi di alcun tipo di garanzia personale e/o reale e con una storia finanziaria composta in prevalenza di precedenti *default*. In secondo luogo, gli effetti negativi delle insolvenze dei mutui *subprime* si diffondono anche verso quelle entità (società finanziarie, *bank conduits* e *structured investment vehicles*) che, pur non avendo concesso direttamente tali mutui, avevano comunque investito nell'acquisto di titoli derivanti dalla cartolarizzazione dei mutui in esame, finanziandosi prevalentemente attraverso l'emissione di cambiali finanziarie (c.d. *asset-backed commercial papers*)⁸². In altri termini, si inizia a

⁸⁰ Sul punto si v. D. AIKEN, *IMMFs Prove their Worth*, in *Finance Director Europe*, 7 September 2006, documento reperibile al seguente indirizzo: <https://www.the-financedirector.com/features/feature575/>, in cui si rileva che i fondi monetari sono passati dal gestire attività finanziarie per un miliardo di euro nel 1995 a gestire patrimoni con un controvalore pari a 255 miliardi di euro nel 2005.

⁸¹ R. A. POSNER, *La crisi della democrazia capitalista*, UBE Paperback, Milano, 2014, trad. id. M. Cupellaro, p. 31 e ss.

⁸² Sul ruolo della finanza «veicolizzata» nel distribuire mutui immobiliari sul mercato si v. G. TETT, P. J. DAVIES, *Out of the shadows: How banking's secret system broke down*, in *Financial*

sospettare che l'insolvenza dei mutui *subprime* avrebbe comportato non soltanto la liquidazione delle banche responsabili dell'erogazione di tali mutui, ma anche delle società finanziarie che avevano emesso titoli di debito a breve termine al fine di acquistare dalle banche erogatrici parte dei mutui insofferenti. A titolo esemplificativo, società finanziarie come *Broadhollow Funding*, *KKR Atlantic Funding Trust* e *Ottimo Funding*, che avevano emesso cambiali finanziarie al fine di acquisire proprio strumenti finanziari connessi al *business* dei mutui immobiliari, ricevono dei primi moniti dalle società di *rating* circa eventuali declassamenti dei titoli di debito dagli stessi emessi⁸³.

L'apprensione sull'ampiezza dell'effetto domino scatenato dai mutui *subprime* non risparmia l'industria dei fondi monetari, atteso che, come ricordato in precedenza, fin dal 2001 i gestori di tali fondi avevano investito con più insistenza nell'acquisto di cambiali finanziarie emesse da società, finanziarie e non, bisognose di finanziamenti a breve termine⁸⁴. Il possibile declassamento dei titoli a breve termine emessi anche da queste società preoccupa, quindi, i fondi monetari che avevano investito parte del proprio patrimonio in attività finanziarie giudicate ora non più *top rated* (cioè, aventi la c.d. tripla A). Ad esempio, i fondi monetari *Evergreen Institutional Money Market Fund* e *Evergreen Prime Cash Management Money Market Fund*, entrambi gestiti dalla società di gestione *Evergreen Investments*, avevano investito parte del proprio patrimonio in titoli di debito emessi dalle società *Broadhollow Funding* e *Ottimo Funding*, mentre il *Master Portfolio Trust Liquid Reserves Portfolio*, fondo monetario gestito dalla società finanziaria *Legg Mason*, aveva nel proprio portafoglio titoli di debito

Times, 16 December 2007, in cui si rileva che lo schema di acquisire mutui immobiliari cartolarizzati attraverso i proventi derivanti dall'emissione di cambiali finanziarie era nato alla fine del 2004 come risposta alla crescente richiesta delle famiglie di ottenere finanziamenti per l'acquisto della casa e che, dopo aver gestito risorse per circa 600-700 miliardi di dollari, nella sola estate del 2007 aveva raggiunto un ammontare pari a 1200 miliardi di dollari.

⁸³ G. MORGENSON, J. ANDERSON, *Subprime Problems Spread Into Commercial Loans*, in *The New York Times*, 15 August 2007.

⁸⁴ Sull'effetto di contagio dei rischi connessi ai mutui *subprime* nei confronti dei fondi monetari si v. G. TETT, *Nasty side effects of debt innovation*, in *Financial Times*, 10 September 2007.

emessi dalle società *KKR Atlantic Funding* e dall'*Ottimo Funding*⁸⁵. Come facilmente intuibile, le prime reazioni del settore di riferimento si estrinsecano sotto forma di critiche verso quelle politiche di investimento che avevano condotto i gestori dei fondi monetari ad acquistare attività finanziarie non in linea con la filosofia di fondo che aveva, invece, portato alla nascita di questi veicoli di investimento⁸⁶. In tale contesto, parallelamente all'emergere di commenti negativi sulla presunta rischiosità di alcuni portafogli titoli, i gestori dei fondi monetari assumono l'iniziativa di fuoriuscire dal mercato delle cambiali finanziarie, evitando – in particolare – di rinnovare l'acquisto di titoli di debito a breve termine emessi dal settore privato, allo scopo precipuo di acquistare soltanto strumenti finanziari di matrice pubblica⁸⁷.

La decisione dei fondi monetari di «voltare le spalle» alle richieste provenienti dal mercato di continuare a usufruire di finanziamenti a breve termine, seppur astrattamente motivata come unica soluzione in grado di stemperare il nervosismo diffusosi nell'ambiente, non evita sul piano pratico la produzione di

⁸⁵ *Ibidem*, in cui si riporta che secondo i dati diffusi nel mese di maggio 2007, l'*Evergreen Institutional Money Market Fund* gestiva un portafoglio di 16,6 miliardi di dollari, di cui 385 milioni investiti in titoli di debito emessi da *Broadhollow Funding* e 72 milioni relativi a titoli di debito emessi dalla *Ottimo Funding*. In senso parzialmente conforme, l'*Evergreen Prime Cash Management Money Market Fund* aveva investito 50 milioni di dollari in cambiali finanziarie emesse da *Ottimo Funding*, cioè l'0,01% dei 4,5 miliardi di dollari gestiti in monte, mentre il *Master Portfolio Trust Liquid Reserves Portfolio*, amministrando 53 miliardi di dollari, aveva acquistato titoli delle società *Ottimo Funding* e *KKR Atlantic Funding* per un ammontare pari rispettivamente a 200 e 750 milioni di dollari.

⁸⁶ A. GANGAHAR, K. BURGESS, *Money market funds abused, claims founder*, in *Financial Times*, 20 August 2007, laddove si riportano le parole dell'inventore dei fondi monetari, Bruce Bent, il quale afferma letteralmente che «i fondi monetari sono stati creati per fornire un'efficace gestione della liquidità, al fine di garantire costantemente che ad un dollaro in entrata corrisponda almeno un dollaro in uscita, e, al di là di questo, un ragionevole tasso di rendimento», aggiungendo criticamente che «il desiderio dei nuovi gestori di fondi monetari di offrire il miglior rendimento possibile ha indotto gli stessi ad abbracciare politiche di investimento maggiormente rischiose, in quanto legate all'acquisto di titoli *subprime*».

⁸⁷ D. BREWSTER, *US investors in \$42bn flight to safety*, in *Financial Times*, 22 August 2007, in cui si rileva che fino agli inizi del 2007, negli Stati Uniti soltanto il 5 per cento del portafoglio di investimento dei fondi monetari era investito in titoli di debito governativi.

tre conseguenze⁸⁸. In primo luogo, le cambiali finanziarie comunque presenti nel portafoglio dei fondi monetari, essendo minacciate di declassamento dalle agenzie di *rating*, non esimono i gestori di tali fondi (banche, imprese di investimento, società di gestione del risparmio) dall'intervenire, a vario titolo, mediante iniezioni di liquidità (c.d. *bailout*)⁸⁹. Ad esempio, al fine di evitare il contraccolpo reputazionale derivante da una valutazione creditizia affatto negativa, società come *Bank of America*, *Legg Mason*⁹⁰ e *SEI corporation* per quanto riguarda il mercato statunitense, e *Credit Suisse* e *AXA Investment Managers* per il settore europeo, provvedono a supportare esternamente i propri fondi monetari attraverso la fornitura di garanzie creditizie⁹¹. In senso conforme, ma allo scopo di evitare perdite di capitale deleterie alla promessa dei fondi di mantenere il valore delle quote stabile a un dollaro⁹², una dozzina di società finanziarie come *Wachovia Bank* e *Janus Henderson Investors* decidono di acquistare attività finanziarie sospette, ovvero di fornire linee di credito ai propri fondi monetari per un controvalore pari circa a tre miliardi di dollari, registrando al contempo nei bilanci una perdita di ammontare pressoché equivalente⁹³. In secondo luogo, la scelta dei fondi monetari di virare in chiave maggioritaria verso l'investimento in titoli di

⁸⁸ S. SCHOLTES, K. GUHA, *Wild swings in Treasuries may signal continued turmoil*, in *Financial Times*, 22 August 2007.

⁸⁹ E. DASH, *Investor Safe Haven Becomes a Concern*, in *The New York Times*, 14 November 2007.

⁹⁰ D. BREWSTER, *Legg Mason to bail out money-market funds*, in *Financial Times*, 29 December 2007.

⁹¹ Sui primi effetti della crisi dei mutui *subprime* nel contesto europeo cfr. EUROPEAN FUND AND ASSET MANAGEMENT ASSOCIATION (EFAMA), *Annual Report, 2008-09*, documento disponibile al seguente indirizzo:

<https://www.efama.org/Publications/Public/Annual%20Reports/EFAMAAnnualReport2008.pdf>, spec. p. 9, laddove si rileva che soltanto nel mese di agosto 2007 vengono ritirati dai fondi monetari non-governativi circa 70 miliardi di euro, 15-20 fondi monetari si trovano costretti a sospendere per alcuni giorni le richieste di rimborso delle quote provenienti dalla clientela, mentre cinque fondi decidono di cessare l'attività di gestione in monte del risparmio.

⁹² G. TETT, *Superfunds struggle to take off*, in *Financial Times*, 25 October 2007.

⁹³ D. BREWSTER, S. SCHOLTES, *Banks prop up money market funds*, in *Financial Times*, 13 November 2007; D. BREWSTER, *More money funds are bailed out*, in *Financial Times*, 27 December 2007; F. NORRIS, *Bailing Out a Money Market Fund*, in *The New York Times*, 11 November 2007.

debito pubblico, a scapito dell'acquisto di strumenti finanziari privati che fino a qualche mese prima costituivano la quota maggioritaria del patrimonio gestito in monte⁹⁴, provoca nel settore del finanziamento a breve termine una stretta creditizia (c.d. *credit crunch*) senza precedenti⁹⁵. Più esattamente, la sola possibilità che anche il settore delle cambiali finanziarie possa essere stato contaminato dai malfunzionamenti sviluppatasi nel credito immobiliare spinge gli operatori economici tradizionalmente conservatori come i fondi monetari a chiudere nei confronti dei primi i «rubinetti del credito», e ciò evitando di indagare quali cambiali finanziarie presenti sul mercato siano realmente collegate a titoli «spazzatura» (c.d. *junk bonds*). Di conseguenza, le società finanziarie che fino al giorno prima potevano fare affidamento sull'enorme capacità di acquisto rappresentata dai fondi monetari si ritrovano, all'atto pratico, nell'impossibilità di rinnovare i propri debiti a breve scadenza, se non a fronte dell'offerta di tassi di interesse elevatissimi⁹⁶. Infine, il cambiamento nella politica di investimento sopra richiamato, piuttosto che venire giudicato in chiave negativa dal mercato, paradossalmente determina il rafforzamento dell'immagine metaforica dei fondi monetari come «porto» comunque sicuro, persino in caso di «burrasche» finanziarie, in cui investire senza remore le proprie disponibilità monetarie⁹⁷. In effetti, piuttosto che porsi il quesito sulle reali garanzie offerte dai fondi monetari rispetto agli altri operatori economici in difficoltà, gli investitori preoccupati dallo stato di salute del mercato dei capitali privato salutano positivamente la c.d. «*flight to safety*» intrapresa dai fondi monetari verso l'acquisto esclusivo di titolo governativi, versando *sic et simpliciter* nel portafoglio di tali fondi somme per un ammontare pari a 760 miliardi di dollari⁹⁸.

⁹⁴ S. SCHOLTES, *Money markets driving drama*, in *Financial Times*, 19 August 2007.

⁹⁵ G. TETT, *Market squeeze no regulator has the ability has to resolve*, in *Financial Times*, 13 September 2007.

⁹⁶ E. DASH, *The Fed's Sudden Action Eases a Logjam in Corporate Borrowing*, in *The New York Times*, 18 August 2007; G. TETT, *Commercial paper investors go on strike*, in *Financial Times*, 10 September 2007

⁹⁷ R. KNIGHT, *Managers avoid 'breaking the buck'— so far*, in *Financial Times*, 4 May 2008.

⁹⁸ G. ROBINSON, *US investors pour \$42bn into money markets over four days: iMoneyNet*, in *Financial Times*, 23 August 2007, in cui si rileva che soltanto in una settimana gli investitori,

La preferenza verso l'investimento in quote di fondi monetari si protrae senza soluzioni di continuità anche durante tutto il primo semestre del 2008, raggiungendo, anzi, livelli di entrate finanziarie di ammontare talmente elevato da indurre gli addetti ai lavori a qualificarli «massivi e inediti»⁹⁹. Se, infatti, alla fine del mese di febbraio 2008 le attività finanziarie gestite all'interno dei fondi monetari statunitensi eguagliavano la cifra di 3,5 trilioni di dollari¹⁰⁰, dalla lettura dei bilanci di tali fondi emerge che qualche mese più tardi gli strumenti finanziari amministrati in monte raggiungono la quota simbolo di quattro trilioni di dollari¹⁰¹. Una situazione simile, sebbene con valori proporzionalmente ridotti, si verifica anche in Europa: in un contesto in cui i fondi azionari e obbligazionari soffrono fuoriuscite di capitali importanti, il settore dei fondi monetari registra soltanto nel primo trimestre del 2008 afflussi di liquidità di ammontare pari a 118 miliardi di euro, pareggiando quasi le entrate record che si erano registrate in tutto il 2007¹⁰².

Nonostante l'enorme fiducia riposta dal pubblico, i gestori dei fondi monetari si ritrovano, tuttavia, ad affrontare le stesse difficoltà che si erano manifestate all'inizio del millennio con la riduzione drastica dei tassi di interesse

retail ed istituzionali, hanno versato nel portafoglio dei fondi monetari circa 42 miliardi di dollari, pareggiando così la somma che era stata versata in tutto il mese di giugno 2007; in senso conforme cfr. D. BREWSTER, *Investors pour cash into emerging markets*, in *Financial Times*, 20 January 2008, la quale afferma che i «vincitori» del mercato finanziario del 2007 sono stati senza alcun dubbio i fondi monetari.

⁹⁹ Sulla situazione del mercato statunitense si v. G. ROBINSON, *Cash floods into money market*, in *Financial Times*, 3 March 2008; per quanto concerne, invece, i risultati raggiunti dai fondi monetari europei cfr. P. J. DAVIES, *Money market funds defy crisis*, in *Financial Times*, 13 May 2008.

¹⁰⁰ M. MACKENZIE, S. SCHOLTES, *Flight of cash into money market funds*, in *Financial Times*, 2 March 2008.

¹⁰¹ S. JOHNSON, *Money market funds may unlock credit crisis*, in *Financial Times*, 4 May 2008; J.A. TARQUINIO, *The Cash Advantage (Even When Rates Are Low)*, in *The New York Times*, 16 March 2008.

¹⁰² S. JOHNSON, *Outflows surge to record levels*, in *Financial Times*, 18 May 2008, laddove si riporta che nel 2007 il settore dei fondi monetari europei aveva registrato un segno positivo dal lato delle entrate finanziarie pari a circa 138 miliardi di euro.

da parte della *Federal Reserve*. Quest'ultima, invero, di fronte alla stagnazione dell'economia americana indotta dalla crisi del mercato immobiliare, decide nuovamente di abbassare i saggi di interesse offerti nel mercato monetario al di sotto della soglia dell'un percento. Per rimediare a ciò, i gestori dei fondi monetari decidono di emulare la strategia commerciale dagli stessi adottata nel 2001 e incentrata, anzitutto, sulla eliminazione e/o riduzione delle commissioni di gestione solitamente addebitate ai titolari di quote di partecipazione al fondo. È esemplare al riguardo il comportamento di due colossi della gestione collettiva del risparmio come *Dreyfus* ed *Evergreen* che proclamano fin da subito la volontà di rinunciare *in toto* alla riscossione delle commissioni applicate alla clientela come corrispettivo dell'amministrazione dei propri fondi, mentre altre società come *Vanguard* e *Reserve Primary*, pur non eliminando completamente gli introiti connessi alle commissioni di gestione, riducono le aliquote fino a livelli minimali, compresi per l'esattezza tra l'0,08 e l'0,24 percento del portafoglio gestito¹⁰³. In secondo luogo, la pressione al ribasso indotta dai tassi di interesse pressoché inesistenti sprona ancora una volta, in una sorta di ricorso storico, parte dell'industria dei fondi monetari ad investire il proprio patrimonio anche in titoli di debito emessi dal settore privato e, più in generale, a estendere la scadenza media dei titoli detenuti in portafoglio. Secondo le analisi di mercato condotte dalla nota società di *rating Standard & Poor's*, al fine di lucrare sul differenziale di rendimento tra titoli di debito pubblici sostanzialmente infruttiferi e strumenti finanziari reperibili sul mercato dei capitali privato, i fondi monetari meno inclini alle esigenze di sicurezza decidono di ritornare ad acquisire, in parallelo all'investimento in certificati di deposito e titoli di stato, cambiali finanziarie la cui liquidità era garantita da istituti bancari di prim'ordine¹⁰⁴.

Sotto altro versante, le recenti turbolenze del settore finanziario non si limitano a modificare la struttura di *business* delle varie entità economiche

¹⁰³ D. BREWSTER, *Money market funds face new pressure*, in *Financial Times*, 24 March 2008.

¹⁰⁴ S. JOHNSON, *Money funds return to ABCP*, in *Financial Times*, 15 June 2008; L. WAYNE, *Money Fund Managers Are Accused of a Fraud*, in *The New York Times*, 5 May 2009, laddove si riporta la notizia che il *Primary fund*, nei mesi precedenti il suo *default*, aveva investito gran parte del suo patrimonio in cambiali finanziarie emesse, tra gli altri, da *Lehman Brothers*, *Merrill Lynch* e *Washington Mutual*.

presenti sul mercato, ma attirano anche l'attenzione dei regolatori: in specie, alla luce dello scompiglio prodotto dai stretti legami tra cambiali finanziarie e mutui *subprime*, ci si inizia a domandare se il settore dei fondi monetari necessita di una nuova riforma normativa in grado di accrescere la resilienza di questi fondi a scenari di mercato avversi. A tal proposito, da un lato, per quanto riguarda il mercato statunitense, la SEC propone di sciogliere il «matrimonio» tra politiche di investimento perseguibili e valutazioni del credito prodotte dalle società di *rating* esterne. Partendo dalla considerazione che le stime esterne sulla qualità creditizia delle attività finanziarie connesse ai mutui di basso livello si erano rilevate profondamente fallaci, l'Autorità di regolazione del mercato mobiliare americano suggerisce di eliminare quelle statuizioni dell'*Investment Company Act* che impongono ai gestori dei fondi monetari di investire il patrimonio gestito quasi esclusivamente in attività finanziarie aventi le migliori valutazioni del credito prodotte, appunto, dalle agenzie di *rating*. A ben riflettere, l'obiettivo di fondo della SEC è quello di prevenire, *pro-futuro*, l'affidamento incondizionato dei gestori dei fondi monetari verso le valutazioni del merito creditizio effettuate da società terze, stimolando piuttosto la capacità interna dei fondi monetari di vagliare il merito creditizio dei titoli di debito presenti sul mercato¹⁰⁵. Dall'altro lato, con riferimento al contesto europeo, sembrano prendere corpo iniziative disciplinari che, piuttosto che fare assegnamento sull'*ius imperii* delle autorità di vigilanza pubbliche, propendono per l'utilizzazione di strumenti di autoregolazione privata prodotti all'interno del settore dei fondi monetari. Per

¹⁰⁵ E. DASH, *Rethinking Money Market Funds*, in *The New York Times*, 11 July 2008; sulle reazioni prevalentemente negative dell'industria di riferimento alla proposta della SEC cfr. *Funds Balk at S.E.C. Ratings Proposals*, in *The New York Times*, 5 September 2008, in cui si riportano, per esempio, le parole di John Brennan, allora amministratore delegato del gruppo *Vanguard*, secondo il quale l'obbligo di investire le attività gestite in monte soltanto in strumenti finanziari dotati dei migliori *rating* del credito garantisce sia elevati standard di investimento, sia una adeguata protezione degli investitori. In senso conforme, anche la *Securities Industry and Financial Market Association*, un gruppo di interesse attivo nel mercato finanziario, afferma che la valutazione creditizia effettuata dalle apposite agenzie di *rating* costituisce un elemento fondamentale per rafforzare la fiducia degli investitori nel corretto operare dell'intermediazione creditizia e creare standard adeguati di raffronto delle soluzioni presenti sul mercato.

esempio, l'*European Fund and Asset Management Association* (Efama), l'associazione di riferimento per la gestione collettiva del risparmio europeo, propone di rafforzare l'immagine dei fondi monetari attraverso l'adozione di un codice di autodisciplina privato in cui fissare regole di condotta in grado di ristabilire l'osservanza di quei canoni di investimento che avevano originariamente rappresentato la ragion d'essere istitutiva dei fondi stessi. A giudizio dell'Efama, infatti, la stabilità dei fondi monetari era stata compromessa dall'adozione di strategie di investimento che, in analogia agli sviluppi assunti nel mercato statunitense, avevano condotto i gestori del risparmio desiderosi di godere di tassi di interesse competitivi a investire il patrimonio gestito in attività finanziarie rischiose¹⁰⁶.

4.2. Il crollo dei mercati finanziari

Le proposte di riforma sopra richiamate, sebbene ritenute ragionevoli dalla maggioranza dei commentatori, vengono temporaneamente accantonate dalla vicissitudine degli eventi che si susseguono nel secondo semestre del 2008. Nello specifico, nel mese di settembre la crisi del mercato dei capitali, che aveva iniziato a diffondersi nel 2007 con lo scoppio della bolla immobiliare, si manifesta in tutta la sua irruenza con la dichiarazione di fallimento della banca d'investimento *Lehman Brothers*¹⁰⁷. L'importanza di questo fallimento non si rinviene soltanto nella presa di coscienza del mercato finanziario circa il fatto che una banca può essere lasciata fallire dal proprio Stato di origine, ma anche – e forse soprattutto –

¹⁰⁶ Y. BENDER, *Guardian of Ucits brand takes on the big banks*, in *Financial Times*, 4 May 2008, che a tal proposito richiama la proposta lanciata da Peter De Proft, allora direttore generale dell'Efama.

¹⁰⁷ La letteratura sulla crisi economico-finanziaria culminata nel settembre 2008 con il fallimento sopra ricordato di *Lehman Brothers* è ampissima: alcuni esempi degni di nota si rinvencono in R. A. POSNER, *A Failure of Capitalism: The Crisis of 08' and the Descent into Depression*, Harvard University Press, Cambridge, MA, 2009; P. MEHRLING, *The New Lombard Street: How the Fed Became the Dealer of Last Resort*, Princeton University Press, Princeton, NJ, 2011; M. MAYO, *Exile on Wall Street. One Analyst's Fight to Save the Big Banks from Themselves*, John Wiley & Sons, New Jersey, 2012; E. A. POSNER, *Last Resort. The Financial Crisis and the Future of Bailouts*, The University of Chicago Press, Chicago, 2018; B. S. BERNANKE, T. F. GEITHNER, H. M. PAULSON JR., *Firefighting. The Financial Crisis and Its Lessons*, Profile Books, London, 2019.

nelle devastanti esternalità negative che possono prodursi nei confronti delle altre entità giuridiche legate economicamente a un istituto di credito insolvente. E invero, quanto ai fondi monetari, la procedura di fallimento della *Lehman Brothers* provoca, nel giro di pochi giorni, e per la precisione il 16 settembre 2008, l'annuncio da parte del *Primary Fund*, fondo monetario facente parte dell'iconico gruppo *Reserve Management Corporation* costituito a New York agli inizi degli anni Settanta, della sua impossibilità a rimborsare alla clientela il valore nominale di un dollaro per quota, integrando così quell'ipotesi definita tecnicamente di «*breaking the buck*»¹⁰⁸. In particolare, l'azzeramento di valore dei titoli di debito emessi da *Lehman Brothers* e acquistati, tra gli altri, dal *Primary Fund* per un ammontare pari a circa 785 milioni di dollari, in unione con le richieste collettive di rimborso delle quote da parte del pubblico degli investitori¹⁰⁹, costringono quest'ultimo a diffondere sul mercato la dichiarazione che i quotisti, anziché il valore consueto di un dollaro, possono riottenere soltanto 97 centesimi per ogni quota detenuta, ovverosia una cifra inferiore rispetto a quella in precedenza impegnata¹¹⁰.

L'incapacità del *Primary fund* di preservare il valore nominale delle quote, sebbene consentita dal dettato legislativo applicabile ai fondi comuni di investimento, rappresenta un autentico *shock* per il settore fondi monetari nel suo

¹⁰⁸ INVESTMENT COMPANY INSTITUTE, *ICI Statement on Money Market Funds*, Washington, DC, 16 September 2008; sul paradosso che l'ipotesi di «*breaking the buck*» sia capitata proprio al *Primary Fund*, la cui filosofia di investimento era sempre stata pubblicizzata come assolutamente sicura cfr. F. NORRIS, *Pride Goeth Before a Fall*, in *The New York Times*, 16 September 2008.

¹⁰⁹ M. MACKENZIE, P. J. DAVIES, *Money markets fund sector shocked*, in *Financial Times*, 17 September 2008, in cui si rileva che nei due giorni precedenti la dichiarazione di impossibilità di garantire il valore di 1 dollaro per quota, il *Primary Fund*, a fronte di un patrimonio di attività finanziarie aventi un valore di mercato stimato di 62 miliardi di dollari, aveva dovuto far fronte a richieste di rimborso di ammontare pari a 27 miliardi di dollari.

¹¹⁰ D.B. HENRIQUES, *Money Market Fund Says Customers Could Lose Money*, in *The New York Times*, 16 September 2008, in cui si riporta la dichiarazione dei managers del *Primary Fund* secondo il quale gli stessi sono stati costretti a ridurre il valore di rimborso delle quote sotto l'unità di dollaro «dopo aver analizzato gli incredibili eventi di mercato degli scorsi giorni e il loro impatto sul sistema economico».

complesso¹¹¹: come ricordato in precedenza, dal loro debutto nel mercato mobiliare, soltanto un piccolo fondo monetario di natura regionale aveva dichiarato di non riuscire a restituire un dollaro per ogni quota; in tutte le altre situazioni di *stress* finanziario, invece, i fondi monetari, grazie anche ai sostegni di liquidità esterni forniti dalle società-madri¹¹², erano sempre riusciti a onorare la promessa di stabilità del valore nominale delle quote, consolidando nel tempo la nomea di soluzioni di investimento paragonabili per livello di sicurezza al denaro contante¹¹³. La notizia che le disponibilità liquide investite nei fondi monetari non sono più sicure come si credeva causa, quindi, una crisi di fiducia all'interno del settore di riferimento di entità talmente elevata da spingere, da un lato, alcuni gestori a chiudere i fondi monetari divenuti non più sostenibili¹¹⁴, e, dall'altro, una frazione importante di investitori, professionali e non, a richiedere il riscatto delle

¹¹¹ C. FERGUSON, *Predator Nation. Corporate Criminals, Political Corruption, and the Hijacking of America*, Crown Business, New York, 2012, p. 220; T. SIEGEL BERNARD, *Money Market Funds Enter a World of Risk*, in *The New York Times*, 17 September 2008; J. CHUNG, *Lehman fallout hits money market fund*, in *Financial Times*, 17 September 2008, in cui si riportano le dichiarazioni di Paul Schott Stevens, allora Presidente dell'*Investment Company Institute*, il quale, nel cercare di placare l'euforia che si era diffusa nel mercato di riferimento, afferma testualmente che «*il fallimento del Primary fund è da ricondursi esclusivamente alle eccezionali condizioni di mercato che hanno colpito una grande quantità di società finanziarie. [...] I fondi monetari sono un prodotto di investimento di successo per milioni di investitori. Anche se l'investimento in fondi monetari non è garantito pubblicamente, gli investitori hanno sempre beneficiato della sicurezza, liquidità e grado di diversificazione che questi fondi sono in grado di offrire anche grazie ad una regolamentazione efficace e stringente*».

¹¹² F. GUERRERA, D. BREWSTER, *Morgan Stanley used \$23bn to prop up funds*, in *Financial Times*, 27 October 2008.

¹¹³ D. BREWSTER, *Money market funds suffer huge outflows*, in *Financial Times*, 22 September 2008.

¹¹⁴ D. B. ENRIQUES, *Professional Money Fund Is Closed by Putnam*, in *The New York Times*, 18 September 2008, in cui si riporta a tal proposito la notizia che, in seguito al fallimento di *Lehman Brothers*, la società *Putnam Investments* ha deciso di liquidare il fondo monetario riservato ai clienti professionali, il c.d. *Putnam Prime Money Market Fund*, continuando, tuttavia, a gestire i due fondi monetari offerti anche a investitori *retail*, ossia rispettivamente il *Putnam Money Market Fund* e il *Putnam Variable Trust Money Market Fund*.

proprie quote¹¹⁵, in entrambi i casi aggravando ulteriormente la spirale di illiquidità presente nel sistema economico¹¹⁶.

In effetti, le somme che vengono impegnate per soddisfare le richieste di rimborso delle quote riducono le disponibilità liquide solitamente a disposizione dei gestori dei fondi monetari per il finanziamento di altre imprese, finanziarie e non. A titolo esemplificativo, gli amministratori delegati di società come *General Electric*, *Ford* e *Coca-Cola* comunicano a Henry Paulson, allora segretario del Tesoro degli Stati Uniti, la loro difficoltà a collocare sul mercato i titoli di debito tradizionalmente emessi per finanziare la gestione ordinaria delle relative attività e, soprattutto, provvedere al pagamento di fornitori e dipendenti subordinati. A loro volta, questi ultimi soggetti, non ottenendo il corrispettivo delle prestazioni contrattuali svolte, si trovano costretti, rispettivamente, a licenziare il personale in eccesso e/o a interrompere l'attività lavorativa svolta¹¹⁷. In altri termini, la crisi di natura finanziaria che era scoppiata con il fallimento dei mutui *subprime* si stava velocemente trasformando in una vera e propria crisi dell'economia in generale: in assenza di interventi di sostegno esterni, l'eventuale crollo dell'industria dei fondi monetari avrebbe, in una sorta di effetto domino, inevitabilmente condotto al fallimento di tutte quelle società non-finanziarie che nel recente passato avevano

¹¹⁵ È stato rilevato che durante la settimana del 15 settembre 2008, gli investitori hanno ritirato dai fondi monetari non-governativi circa 300 miliardi di dollari, ovvero il 14 per cento delle attività finanziarie gestite da tale tipologia di fondo monetario: cfr. al riguardo INVESTMENT COMPANY INSTITUTE, *Money Market Mutual Fund Assets Historical Data*, April 30, 2009, documento disponibile al seguente indirizzo: <https://ici.org/research/stats/>; sul punto si v. anche N. ROUBINI, *The shadow banking system is unravelling*, in *Financial Times*, 21 September 2008

¹¹⁶ E. A. POSNER, *Last Resort. The Financial Crisis and the Future of Bailouts*, cit., p. 21, laddove si rileva puntualmente che il «*run*» verso i fondi monetari, inducendo questi ultimi a svendere i titoli presenti in portafoglio al fine di reperire liquidità di emergenza, ha aggravato ulteriormente la spirale negativa di illiquidità che aveva già assunto connotati preoccupanti in seguito al fallimento di *Lehman Brothers*.

¹¹⁷ B. S. BERNANKE, T. F. GEITHNER, H. M. PAULSON JR., *Firefighting. The Financial Crisis and Its Lessons*, cit., pp. 76 e ss; S. JOHNSON, J. KWAK, *13 Bankers. The Wall Street Takeover and the Next Financial Meltdown*, cit., pp. 163 e 201.

fatto affidamento, direttamente e/o indirettamente¹¹⁸, su tali veicoli di investimento per svolgere le rispettive attività economiche¹¹⁹.

In tale contesto, al fine di evitare il crollo del sistema nel suo complesso, il 19 settembre 2008 il governo americano decide, perciò, di concedere temporaneamente delle garanzie specifiche a favore delle attività finanziarie detenute nel portafoglio dei fondi monetari, usufruendo a tal proposito dell'*Exchange Stabilisation Fund*, fondo pubblico di stabilizzazione finanziaria creato con il *Gold Reserve Act* del 1934 in risposta agli effetti macroeconomici della «Grande depressione» degli anni Trenta¹²⁰. Più esattamente, usufruendo della clausola che permette di attingere alle risorse del fondo in caso di instabilità finanziaria, il Tesoro americano delibera di garantire fino a 50 miliardi di attività finanziarie «*non-performing*» detenute da quei fondi monetari che, pagando una specifica commissione, optano per la partecipazione a tale programma di «salvataggio»¹²¹. Al contempo, lo stesso giorno dell'annuncio del programma

¹¹⁸ Come noto, i fondi monetari finanziano l'economia reale in due modi: (i) attraverso l'acquisto di titoli di debito a breve termine (cambiali finanziarie in via maggioritaria) emessi direttamente da società non-finanziarie; (ii) in maniera indiretta, acquistando titoli di debito emessi principalmente da banche che, a loro volta, utilizzano le somme così raccolte per fornire finanziamenti alle imprese non-finanziarie: cfr. a tal riguardo R. A. POSNER, *La crisi della democrazia capitalista*, cit., p. 48.

¹¹⁹ G. TETT, *Is the domino effect about to hit Main Street?*, in *Financial Times*, 24 September 2008, in cui si cita a tal proposito il caso della *General Motors*, le cui cambiali finanziarie presenti in quel momento sul mercato erano state sottoscritte in chiave maggioritaria dai fondi monetari; sul punto si v. anche A. ROSS SORKIN, D. B. HENRIQUES, E. L. ANDREWS, J. NOCERA, *As Credit Crisis Spiraled, Alarm Led to Action*, in *The New York Times*, 1 October 2008.

¹²⁰ Cfr. Press Release, U.S. DEPARTMENT OF THE TREASURY, *Treasury Announces Guaranty Program for Money Market Funds*, Sept. 19, 2008, disponibile al seguente indirizzo: <https://www.treasury.gov/press-center/press-releases/pages/hp1147.aspx>.

¹²¹ A. GANGAHAR, *US money market funds aided*, in *Financial Times*, 19 September 2008; L. WAYNE, *Lobbyists for Financial Institutions Swarming All Over the Bailout Bill*, in *The New York Times*, 26 September 2008, in cui vengono riportate le preoccupazioni dell'associazione di rappresentanza del sistema bancario statunitense (*American Bankers Association*) circa la sperequazione che il programma di salvataggio dei fondi monetari avrebbe prodotto nei confronti del sistema di garanzia previsto per i depositi bancari. In particolare, a detta del Presidente dell'*American Bankers Association*, la prestazione di garanzie pressoché illimitate a favore degli

governativo testé citato, la *Federal Reserve* pubblica, anzitutto, il suo programma di sostegno all'acquisto di cambiali finanziarie, il c.d. *Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility* (AMLF)¹²², mediante il quale vengono forniti finanziamenti agli enti bancari che decidono, appunto, di rilevare cambiali finanziarie di prima qualità dal portafoglio dei fondi monetari¹²³. In secondo luogo, il 21 ottobre 2008, constatata una situazione di diffusa illiquidità sul mercato, la *Federal Reserve* costituisce un ulteriore programma di sostegno ai fondi monetari, il c.d. *Money Market Investor Funding Facility* (MMIFF), allo scopo precipuo di fornire a tali fondi le risorse monetarie necessarie a soddisfare le innumerevoli richieste di fuoriuscita dal settore della gestione collettiva del risparmio diffuse sul mercato in seguito al fallimento del *Primary fund*¹²⁴. Nel dettaglio, in virtù del programma in esame, viene concessa la possibilità ai gestori dei fondi monetari che dovessero improvvisamente trovarsi nella situazione di svendere le proprie attività finanziarie (c.d. *fire sales*) per fare fronte alle richieste di rimborso provenienti dalla clientela di cedere alla Banca centrale statunitense, unico soggetto concretamente in grado di acquistare attività

investitori in quote di partecipazione in fondi monetari avrebbe indotto i depositanti bancari a trasferire il denaro depositato presso i rispettivi depositi bancari, i quali usufruivano di una garanzia avverso l'insolvenza dell'ente bancario contraente limitata a 100 mila dollari, verso l'acquisto di quote di fondi monetari, in guisa da usufruire della nuova, e maggiormente ampia, garanzia pubblica prevista per quest'ultimo settore.

¹²² Cfr. Press Release, FEDERAL RESERVE BOARD, *Federal Reserve Board Announces Two Enhancements to its Program to Provide Liquidity to Markets*, Sept. 19, 2008, disponibile al seguente indirizzo:
<https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20080919a.htm>.

¹²³ Sulle tempistiche di esecuzione dei programmi governativi di salvataggio cfr. D. B. HENRIQUES, *Treasury to guarantee money market funds*, in *The New York Times*, 19 September 2008; si v. anche E. L. ANDREWS, G. BOWLEY, *Dow Rises 370 Points as U.S. Plans Financial Rescue Package*, in *The New York Times*, 19 September 2008

¹²⁴ M. M. GRYNBAUM, *Federal Reserve set to begin buying commercial paper*, in *The New York Times*, 21 October 2008; D. BREWSTER, *Money funds wait anxiously for Fed plan*, in *Financial Times*, 11 November 2008

finanziarie durante una turbolenza finanziaria (c.d. «*market-maker of last-resort*»), fino a 600 miliardi di cambiali finanziarie detenute in portafoglio¹²⁵.

Gli annunci relativi alla messa in campo di questi primi pacchetti di salvataggio pubblico raggiungono parzialmente i risultati sperati¹²⁶. E invero, se, da un lato, la prestazione di garanzie pubbliche avverso il *default* di determinati strumenti finanziari detenuti in portafoglio evita il fallimento di altri fondi monetari¹²⁷, dall'altro, questi ultimi subiscono quello che la scienza macroeconomica chiama «l'effetto di spiazzamento degli investimenti privati»¹²⁸, ritrovandosi cioè nell'impossibilità oggettiva di concedere finanziamenti, anche a brevissimo termine, verso operatori economici privati¹²⁹. In particolare, la

¹²⁵ Per una ricostruzione in chiave critica dei programmi di salvataggio pubblico a favore dei fondi monetari cfr. L. J. KOTLIKOFF, *Jimmy Stewart Is Dead. Ending the World's Ongoing Financial Plague with Limited Purpose Banking*, John Wiley & Sons, New Jersey, 2010, pp. 87 e ss., il quale simbolicamente definisce il piano governativo in esame «Uncle Sam's Dangerous Medicine»; in generale, per una rassegna degli interventi governativi adottati negli Stati Uniti a favore dei fondi monetari si v. C. M. LEWIS, *Money Market Funds and Regulation*, in *Annu. Rev. Financ. Econ.*, 2016, n. 8, pp. 25-51, spec. p. 30.

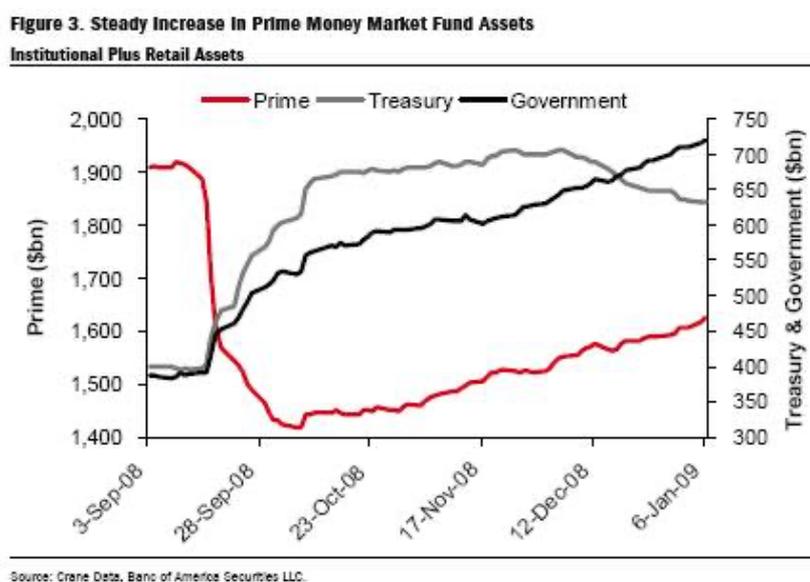
¹²⁶ Per una critica del salvataggio pubblico dei fondi monetari tendente a sottolineare il rischio di elevare il livello di azzardo morale nel mercato cfr. J. NOCERA, *Hoping a Hail Mary Pass Connects*, in *The New York Times*, 19 September 2008.

¹²⁷ Sulle difficoltà affrontate dai fondi monetari in seguito al fallimento del *Primary fund* si v. D. BREWSTER, *Money market funds reel as yields near zero*, in *Financial Times*, 21 December 2008, la quale cita a tal proposito come indici sintomatici dello stress imposto all'industria di riferimento (i) il congelamento del mercato dei capitali, (ii) l'esposizione del portafoglio titoli verso strumenti finanziari di bassa qualità e, più in generale, (iii) la perdita di fiducia da parte dei quotisti nei confronti del grado di sicurezza dei fondi monetari non-governativi; in senso conforme cfr. V. BAJAJ, M. M. GRYNBAUM, *Stress Rises in Markets for Credit; Yields Fall*, in *The New York Times*, 24 September 2008.

¹²⁸ Sulla contrazione degli investimenti privati in presenza di una politica fiscale espansiva cfr. C. IMBRIANI, A. LOPES, *Teorie macroeconomiche e sistema finanziario. Mercati, istituzioni e politiche*, UTET Universitaria, Milano, 2011, p. 174

¹²⁹ Sulla politica di investimento dei fondi monetari tendente ad accumulare denaro contante piuttosto che investire in strumenti del mercato monetario cfr. P. SWAGEL, *The Financial Crisis: An Inside View*, in *Brookings Papers on Economic Activity*, 2009, disponibile al seguente indirizzo: https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2009/03/2009a_bpea_swagel.pdf, spec. p. 76; in senso conforme si v. anche T. ALLOWAY, *Bailout: The new frontier?*, in *Financial Times*,

necessità del governo americano di finanziare programmi di salvataggio pubblico mediante l'emissione di appositi titoli di debito induce gli investitori a privilegiare l'acquisto di quote di partecipazione a fondi monetari governativi, lasciando, invece, il settore dei fondi dediti all'acquisto di strumenti finanziari non-governativi «orfani» di quella linfa vitale necessaria per fornire un supporto concreto all'economia reale. Più esattamente, dall'analisi empirica relativa alle settimane successive al crollo del *Primary fund* emerge che i fondi monetari specializzati nell'acquisto di titoli di debito privati (c.d. *prime money market funds*) vedono ridursi l'ammontare delle attività finanziarie gestite di circa 389 miliardi di dollari, mentre i fondi monetari dediti all'acquisto di titoli governativi (c.d. *Treasury and government money market funds*) registrano un afflusso di capitali pari a 244 miliardi di dollari.¹³⁰



Anche in Europa si verifica una situazione sostanzialmente simmetrica al contesto statunitense sopra riferito. In particolare, nonostante gli sforzi degli Stati

6 October 2008, in cui si rileva che nell'ultima settimana di settembre 2008, l'ammontare investito in cambiali finanziarie si è ridotto di circa 95 miliardi di dollari; V. BAJAJ, M. M. GRYNBAUM, *Investors Buy U.S. Debt at Zero Yield*, in *The New York Times*, 9 December 2008.

¹³⁰ M. M. GRYNBAUM, V. BAJAJ, *A Recovery in Shares on Hopes of a Bailout*, in *The New York Times*, 30 September 2008; S. JONES, *The Paulson Plan ponzi scheme?*, in *Financial Times*, 2 October 2008.

membri di abbassare il saggio di interesse reperibile sul mercato monetario e iniettare liquidità agli istituti di credito¹³¹, il mercato delle cambiali finanziarie vede ridurre l'ammontare delle attività scambiate di circa cento miliardi di euro, passando, per la precisione, da un volume di cambiali offerte sul mercato di 830 miliardi di euro alla cifra, nettamente inferiore, di 722 miliardi di euro. Le cause di questo repentino crollo vengono rinvenute in due tendenze di mercato che, dallo scoppio della crisi finanziaria, hanno sostanzialmente indebolito il ruolo svolto dai fondi monetari nella concessione di credito a breve termine a favore del sistema economico¹³². In primo luogo, la generalizzata diffidenza sulle capacità di ripresa del mercato dei capitali europeo induce i gestori dei fondi monetari a replicare il comportamento assunto dagli omologhi fondi statunitensi, accumulando cioè in modo quasi compulsivo denaro contante, ovvero investendo il patrimonio gestito in monte principalmente nell'acquisto di titoli obbligazionari di matrice pubblica. Piuttosto che continuare a investire in titoli di debito ritenuti affatto pericolosi, i fondi monetari decidono, quindi, di sostituire l'investimento in cambiali finanziarie con l'acquisto di certificati di deposito e/o buoni del Tesoro aventi una scadenza inferiore a sei mesi¹³³. In secondo luogo, il panico diffusosi sul mercato circa la possibilità di riottenere gli investimenti previamente effettuati provoca, tra le altre cose, un indebolimento strutturale dei fondi monetari che vedono, a tal proposito, ridursi il patrimonio in gestione utilizzabile per finanziare l'economia reale: in seguito ai primi salvataggi pubblici delle banche euro-unitarie, nel solo mese di ottobre 2008, gli investitori, sia *retail* che istituzionali,

¹³¹ EUROPEAN FUND AND ASSET MANAGEMENT ASSOCIATION (EFAMA), *Annual Report*, cit., p. 13, laddove si riporta che la Banca Centrale Europea, nonostante le pressioni esercitate dall'associazione di rappresentanza dei fondi comuni di investimento, non modifica la propria posizione circa l'indirizzamento delle operazioni di mercato aperto esclusivamente verso istituti bancari, ma acconsente all'estensione degli strumenti finanziari utilizzabili come garanzia nelle attività di finanziamento pubblico rivolte agli intermediari creditizi, ricomprendendo in particolare anche i certificati di deposito, ossia strumenti del mercato monetario acquistati tradizionalmente dai fondi monetari.

¹³² IOSCO, *Money Market Fund Systemic Risk Analysis and Reform Options*, cit., p.53.

¹³³ A. SAKOUI, D. OAKLEY, M. MACKENZIE, *Fears for Europe's commercial paper*, in *Financial Times*, 6 November 2008; sul successo dei fondi monetari dediti all'acquisto di titoli governativi si v. D. OAKLEY, *Record inflows into money market funds*, in *Financial Times*, 20 October 2008.

decidono, infatti, di ritirare circa 41 miliardi di euro dai fondi monetari, allo scopo di allocare le proprie disponibilità monetarie in eccesso verso altre soluzioni di gestione della liquidità reputate più sicure (principalmente depositi bancari)¹³⁴. Sicché, dopo aver beneficiato per anni di saldi netti in entrata positivi, la stragrande maggioranza dei fondi monetari europei di tipo non-governativo si ritrovano, nei mesi finali del 2008, a far fronte a una crisi di fiducia tale da minare, di riflesso, il corretto funzionamento del credito a breve termine¹³⁵.

4.3. Le prime proposte di riforma dei fondi monetari

La stretta vicinanza temporale agli stravolgimenti susseguenti al crollo di *Lehman Brothers* impedisce al 2009 di rappresentare l'anno della ripresa per il mondo della finanza nel suo complesso¹³⁶. E malgrado gli sforzi profusi per alleviare le turbolenze del mercato monetario, in quest'ultimo settore il credito continua a rimanere simmetricamente «latitante»: più esattamente, dal lato dei finanziati, secondo i dati pubblicati dalla *Federal Reserve* alla fine di giugno, le cambiali finanziarie emesse tradizionalmente dalle società commerciali per onorare pagamenti correnti non superano il livello di 1,16 trilioni di dollari, integrando così il valore più basso da quando la banca centrale statunitense ha iniziato a registrare tale ammontare agli inizi del 2001¹³⁷. Dal lato dei finanziatori,

¹³⁴ Sulla preferenza dei risparmiatori europei verso l'investimento in attività diverse dai fondi comuni di investimento cfr. K. BURGESS, *Sigh of relief for fund managers*, in *Financial Times*, 26 December 2008, in cui si riporta che un parziale recupero di importanza dell'industria della gestione collettiva del risparmio si registra soltanto nel Regno Unito alla fine di Novembre 2008, laddove nel resto dell'Unione europea si manifestano fuoriuscite di capitali dai fondi comuni di investimento di tipo aperto (c.d. *mutual fund*) che dall'inizio del 2008 fino alla fine di ottobre hanno raggiunto la somma di 320 miliardi di euro.

¹³⁵ P. SKYPALA, *Negative sales for money funds in Q3*, in *Financial Times*, 23 November 2008, in cui si rileva che soltanto in Belgio e nel Regno Unito i fondi monetari riescono a registrare il segno positivo alla voce delle vendite nette di quote di partecipazione a tali fondi.

¹³⁶ C. FLOOD, J. BLAS, *Gold rises as financial markets crisis continues*, in *Financial Times*, 5 February 2009.

¹³⁷ I. KAMINSKA, *Commercial paper market shrinkage*, in *Financial Times*, 25 June 2009, secondo la quale il settore delle cambiali finanziarie aveva, invece, raggiunto il suo apice durante il 2007, laddove i titoli diffusi sul mercato ammontavano a circa 2,2 trilioni di dollari; in senso conforme si

invece, i fondi monetari, in armonia con i programmi governativi di salvataggio adottati durante i mesi di settembre-ottobre 2008¹³⁸, continuano a rifuggire dall'investimento in strumenti finanziari di matrice societaria, preferendo allocare il risparmio gestito in monte nell'acquisto di titoli di debito pubblici¹³⁹, ovvero in soluzioni di gestione della liquidità assimilabili al denaro contante (c.d. *cash-like investments*)¹⁴⁰. Questa strategia di investimento avversa al rischio, quantunque inefficace per un rapido sollevamento delle sorti del sistema economico, viene accolta positivamente dai risparmiatori ansiosi di depositare la propria ricchezza in posizioni c.d. conservative: è dimostrativo al riguardo come nel solo mese di gennaio 2009 i fondi monetari statunitensi registrano un aumento delle attività

veda anche M. MCKEE, *Fed Credit Has Stabilized Markets, Not Fixed Them, Study Says*, in *Bloomberg*, 6 March 2009, B. KEOGH, J. DETRIXHE, G. COPPOLA, *Coca-Cola Flees Commercial Paper for Safety in Bonds*, in *Bloomberg*, 17 March 2009, in cui si riporta, a tal proposito, la notizia che la nota società *Coca-Cola*, temendo di non riuscire a collocare efficacemente sul mercato titoli di debito a breve termine, decide di soddisfare le proprie richieste di finanziamento esterno mediante l'emissione di titoli obbligazionari.

¹³⁸ In particolare, il programma di garanzie pubbliche adottato dal dipartimento del Tesoro americano, dopo essere stato esteso per ben due volte, viene interrotto esattamente un anno dopo la sua istituzione, ossia il 19 settembre 2009, mentre le facilitazioni creditizie concesse dalla Federal Reserve a beneficio dell'acquisto di cambiali finanziarie detenute nel portafoglio dei fondi monetari continuano ad essere erogate fino all'inizio del 2010: Cfr. Press Release, U.S. DEPARTMENT OF THE TREASURY, *Treasury Announces Extension of Temporary Guarantee Program for Money Market Funds*, Nov. 24, 2008, documento disponibile al seguente indirizzo: <https://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Pages/hp1290.aspx>; U.S. DEPARTMENT OF THE TREASURY, *Treasury Announces Extension of Temporary Guarantee Program for Money Market Funds*, Mar. 31, 2009, documento disponibile al seguente indirizzo: <https://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Pages/tg76.aspx>; FEDERAL RESERVE, *Federal Reserve announces extensions of and modifications to a number of its liquidity programs*, June 25, 2009, documento disponibile al seguente indirizzo: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20090625a.htm>; per una critica dei programmi di salvataggio adottati nei confronti dei fondi monetari si v. J. NOCERA, *There Is No Free Lunch (Money Market Fund Edition)*, in *The New York Times*, 28 August 2009.

¹³⁹ M. MACKENZIE, *A fledgling return for risk*, in *Financial Times*, 5 January 2009.

¹⁴⁰ G. WIESMANN, J. WILSON, *German groups slow to tap equity funding*, in *Financial Times*, 6 September 2009, secondo i quali i fondi monetari statunitensi detengono quantità di denaro contante raddoppiate rispetto ai livelli registrati prima della crisi finanziaria.

finanziarie gestite di entità talmente elevato da far crescere il valore del settore di riferimento fino alla quota simbolo di quattro trilioni di dollari¹⁴¹; e un'espansione proporzionale dei patrimoni gestiti dai fondi monetari viene registrata anche per quanto riguarda il settore europeo, laddove la quota di mercato rappresentata soltanto dei fondi dediti all'acquisto di titoli di debito a breve termine raggiunge il valore storico di 458 miliardi di euro¹⁴².

Il sostanziale immobilismo del mercato monetario viene, tuttavia, controbilanciato dall'attivismo dei vari *policy-makers* che, nel riprendere le fila del discorso intrapreso agli inizi del 2008, tornano a mostrare interesse verso una riforma organica del settore dei fondi monetari. Lo scompiglio diffusosi all'interno di quest'ultimo settore in seguito alla liquidazione forzata del *Primary fund* spinge, in particolare, Autorità di vigilanza, gruppi di studio, associazioni di categoria e, più in generale, studiosi della materia a discutere quali modifiche alla disciplina vigente possano rendere i fondi monetari dei veicoli di investimento in grado di svolgere la propria funzione creditizia anche in caso di scenari di mercato avversi. A tal riguardo, i temi che attirano inizialmente l'attenzione degli addetti ai lavori spaziano dall'istituzione di un'assicurazione pubblica avverso il *default* dei fondi monetari (in analogia ai meccanismi di salvaguardia previsti a favore dei depositi bancari), al divieto di offrire il valore delle quote stabile, fino alla fissazione di rigidi limiti alle possibilità di investimento del patrimonio gestito in

¹⁴¹ D.B. HENRIQUES, *Money Market Funds Are a Refuge, Right?*, in *The New York Times*, 10 January 2009; R. WIGGLESWORTH, *Money market funds prove safer*, in *Financial Times*, 18 February 2009; su una parziale contrazione del settore dei fondi monetari durante il secondo trimestre del 2009 si v. invece M. MACKENZIE, *Funds flow out of money markets*, in *Financial Times*, 24 June 2009 e D. OAKLEY, *Best quarter for emerging market funds*, in *Financial Times*, 3 July 2009.

¹⁴² Per una ricostruzione analitica del tasso di crescita registrato dai fondi monetari europei cfr. EUROPEAN CENTRAL BANK, *Harmonised ECB statistics on euro area investment funds and their analytical use for monetary purposes*, in *Monthly Bulletin*, August 2010, documento disponibile al seguente indirizzo: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art3_mb201008en_pp109-122en.pdf; in senso conforme si v. anche N. TAIT, *European regulated funds see inflow of money*, in *Financial Times*, 26 May 2009, laddove si rileva che i 22 miliardi di euro che affluiscono nelle casse della gestione collettiva del risparmio durante il primo trimestre del 2009 vanno a rimpinguare in prevalenza il patrimonio dei fondi monetari.

monte¹⁴³. Senonché, le differenze giuridico-economiche sussistenti tra fondi monetari operanti sul suolo statunitense e fondi attivi, invece, all'interno del mercato unico europeo costringono gli addetti ai lavori delle rispettive realtà geografiche testé richiamate a percorrere delle strategie di riforma oggettivamente diverse¹⁴⁴. Seguendo un ordine puramente cronologico, nel prosieguo della trattazione si richiameranno, quindi, le proposte di modifica della legislazione in tema di fondi monetari avanzate, sul finire del primo decennio del XXI secolo, rispettivamente per il «Nuovo» e il «Vecchio» continente.

4.3.1 Le iniziative americane

Il primo soggetto a proporre delle misure regolatorie avverso l'instabilità dei fondi monetari è rappresentato dal *Group of Thirty*, organismo indipendente composto da esponenti di spicco del mondo economico-finanziario e da accademici, che nel mese di gennaio 2009, sotto la guida di Paul Volcker, pubblica a Washington un documento di riforma del mercato finanziario chiamato indicativamente *Financial Reform: A Framework for Financial Stability*¹⁴⁵. In particolare, nell'affrontare la tematica oggetto del presente studio, il *Group of Thirty* sottolinea, innanzitutto, come la stabilità del sistema economico sia minacciata sotto vari punti di vista dall'operatività di fondi comuni di investimento che, pur svolgendo un'attività di trasformazione delle scadenze simil-bancaria, non siano, tuttavia, soggetti al rispetto di requisiti di capitale,

¹⁴³ J. GOODMAN, *Money market funds in lawmakers' sights*, in *Financial Times*, 1 February 2009.

¹⁴⁴ S. GRENE, *Regulation of money funds grows more urgent*, in *Financial Times*, 5 April 2009, laddove si afferma che mentre negli Stati Uniti, la riforma legislativa avente ad oggetto i fondi monetari potrebbe limitarsi a revisionare il *rulebook* già presente all'interno dell'*Investment Company Act*, il contesto si presenta più articolato all'interno dell'Unione europea. In quest'ultima realtà, infatti, il legislatore euro-unitario dovrebbe affrontare due sfide tra loro parzialmente connesse: (i) la ricostruzione di una nozione unitaria di fondo monetario; (ii) la predisposizione di una disciplina dei fondi monetari finalmente pan-europea, identica cioè per ogni Stato membro; sulla necessità di stabilire, comunque, degli standard globali in termini di gestione del rischio di liquidità insito nella funzione di trasformazione delle scadenze offerta dai fondi monetari cfr. H. BÄNZIGER, *Insight: Safety net for money market funds*, in *Financial Times*, 4 November 2009.

¹⁴⁵ GROUP OF THIRTY, *Financial Reform: A Framework for Financial Stability*, 15 January 2009, documento reperibile al seguente indirizzo: <https://group30.org/publications/detail/146>.

operino al di fuori di adeguati meccanismi di vigilanza, e, infine, agiscano normalmente in assenza di una rete di assicurazione pubblica (c.d. *safety net*)¹⁴⁶. In tale contesto, a detta del documento in esame, la confusione tra fondi monetari, da un lato, e istituti bancari, dall'altro, dovrebbe essere affrontata dal legislatore mediante una rigida separazione tra servizi finanziari che, in virtù della normativa a essi applicabile, possono essere garantiti sul mercato soltanto dalle banche tradizionali e ciò che, invece, può essere ragionevolmente assicurato anche dai fondi monetari. In secondo luogo, quanto alle raccomandazioni che, in concreto, il *Group of Thirty* ritiene opportuno adottare al fine di ridurre il rischio sistemico insito nei fondi monetari, si afferma che: (i) i fondi che vogliono continuare a offrire sul mercato servizi finanziari pseudo-bancari come l'emissione di strumenti di pagamento e il rimborso immediato delle quote al valore stabile di un dollaro, dovrebbero essere riqualeficati come delle «*special-purpose bank*», in guisa da sottostare alla stessa regolamentazione e vigilanza in essere nei confronti degli istituti di credito tradizionali; (ii) i fondi che, invece, preferiscono mantenere la dicitura e la struttura propria di «fondi monetari» dovrebbero, semplicemente, offrire un servizio di gestione collettiva del risparmio a basso rischio in cui: a) non viene garantito il mantenimento del valore nominale di un dollaro per ogni quota emessa; b) le attività finanziarie presenti in portafoglio non possono essere valutate secondo il metodo del costo ammortizzato, bensì tenendo conto dei più realistici andamenti di mercato¹⁴⁷. In altri termini, il *Group of Thirty* propone per il settore dei fondi monetari una riforma che si potrebbe definire di «*tertium non datur*»: i fondi che offrono un servizio di gestione della liquidità avente delle

¹⁴⁶ Sulla posizione personale di Paul Volcker si v. T. ALLOWAY, *Sympathy for the money market funds*, in *Financial Times*, 25 August 2009, laddove vengono riportate le seguenti parole del Presidente del *Group of Thirty*: «le banche rimangono il cuore pulsante del sistema finanziario, e infatti sono protette e regolate. [...] Nella misura in cui le banche hanno dei competitor [i fondi monetari] che operano sulla base di diverse normative, seguendo una logica di *free-rider*, il sistema finanziario è indebolito»; sull'opportunità di limitare l'azzardo morale diffusosi nel settore dei fondi monetari attraverso una riforma legislativa tendente ad eliminare l'offerta di quote al valore stabile di un dollaro cfr. J. NOCERA, *It's Time to Admit That Money Funds Involve Risk*, in *The New York Times*, 28 August 2009.

¹⁴⁷ GROUP OF THIRTY, *Financial Reform: A Framework for Financial Stability*, cit., p. 29.

caratteristiche simili a un conto corrente bancario dovrebbero in buona sostanza trasformarsi in banche; tutti gli altri fondi che, al contrario, offrono un servizio di gestione collettiva del risparmio in cui il valore delle quote è mutevole possono rimanere sottoposti alla disciplina propria del mercato mobiliare, a patto che, tuttavia, la tecnica di valutazione degli *asset* in portafoglio sia improntata ai valori correnti di mercato¹⁴⁸.

La rigidità della posizione assunta dal *Group of Thirty* viene, ovviamente, disapprovata dall'*Investment Company Institute* (ICI), associazione di rappresentanza dei fondi comuni di investimento statunitense citata più volte in precedenza. Nello specifico, allo scopo di impedire l'adozione della riforma auspicata dal *Group of Thirty*, nel mese di marzo 2009 l'ICI decide di pubblicare il proprio modello di riforma dei fondi monetari, articolandolo sulla base di tre punti fondamentali¹⁴⁹. In primo luogo, e per quanto concerne le politiche di investimento, si afferma che i fondi monetari dovrebbero ridurre l'orizzonte temporale delle attività in portafoglio, passando da una scadenza media degli strumenti finanziari detenuti di 90 giorni al nuovo limite di 75 giorni, e conservare rispettivamente il 5 e il 20 per cento del portafoglio sotto forma di denaro contante e attività finanziarie aventi una scadenza settimanale¹⁵⁰. Secondo il giudizio dell'associazione di rappresentanza dei fondi comuni di investimento, l'incentivazione della quota di attività finanziarie detenute in portafoglio con scadenze minime (giornaliere e settimanali) migliorerebbe sensibilmente il tasso di liquidità dei fondi monetari. In secondo luogo, con riferimento al grado di trasparenza, l'ICI sostiene che i gestori dei fondi monetari dovrebbero diffondere

¹⁴⁸ Per una critica dell'impostazione richiamata nel testo si v. M. BULLARD, *Will Obama Kill Money Market Funds?*, in *Morningstar*, 2 October 2009, secondo il quale la corretta strategia disciplinare dovrebbe essere quella di estendere la disciplina dei fondi monetari al settore bancario, e non viceversa.

¹⁴⁹ INVESTMENT COMPANY INSTITUTE, *Report of the Money Market Working Group*, 17 March 2009, documento disponibile al seguente indirizzo: https://www.ici.org/pdf/ppr_09_mmwg.pdf, spec. pp. 69 e ss.

¹⁵⁰ D. B. HENRIQUES, *Mutual Funds Move to Restore Investor Confidence*, in *The New York Times*, 17 March 2009; D. BREWSTER, *Sector enjoys strong inflows but weak profits*, in *Financial Times*, 3 May 2009.

al pubblico i dettagli sulla composizione media del portafoglio con una frequenza maggiore rispetto al limite trimestrale previsto dalla normativa allora vigente in tema di *disclosure*. Secondo la proposta in esame, un equo bilanciamento tra esigenze di adeguata diffusione di informazioni sul mercato e salvaguardia della riservatezza delle strategie di investimento adottate dai fondi monetari potrebbe essere individuato nell'obbligo di diffondere mensilmente notizie sugli strumenti finanziari detenuti. Infine, quanto alla qualità creditizia dei titoli in cui è possibile investire il patrimonio gestito, l'ICI propone di eliminare quelle disposizioni della *Rule 2a-7* dell'*Investment Company Act* statunitense che consentono ai gestori dei fondi monetari di investire fino al cinque per cento del proprio patrimonio in attività finanziarie aventi un *rating* del credito non primario¹⁵¹. Secondo l'istituto di rappresentanza dei fondi comuni di investimento, infatti, al fine di ristabilire adeguati livelli di stabilità finanziaria, un fondo monetario dovrebbe investire il denaro gestito in monte soltanto in titoli di debito di elevata qualità, escludendo a monte qualsiasi possibilità di investimento, anche minimale, in strumenti finanziari c.d. spazzatura (*junk bond*)¹⁵².

Nel mese di marzo 2009, un *endorsement* pubblico a favore di una riforma complessiva dei fondi monetari viene anche da Timothy Geithner, allora Segretario al Tesoro dell'Amministrazione Obama. Nella testimonianza effettuata di fronte alla Commissione sui servizi finanziari della Camera dei rappresentanti

¹⁵¹ Per una critica del sistema di valutazione creditizia degli *asset* basato sui *rating* del credito prodotti da agenzie non indipendenti cfr. T. ALLOWAY, *Don't blame money market funds, blame rating agencies*, in *Financial Times*, 26 August 2009, in cui vengono richiamati a tal proposito come esempi paradigmatici gli errori commessi dalle grandi agenzie di rating (*S&P*, *Moody's* e *Fitch*) nella valutazione «investment grade» (cioè, elevata) dei titoli di debito emessi da *Lehman Brothers* nei giorni immediatamente precedenti il suo crollo.

¹⁵² D. BREWSTER, *Crucial cogs in system ripe for overhaul*, in *Financial Times*, 6 April 2009, secondo la quale la proposta dell'ICI, se adottata nella sua interezza, avrebbe potuto compromettere il grado di viabilità dei fondi monetari: in una congiuntura di mercato caratterizzata da saggi di interesse pressoché inesistenti, gli stringenti limiti imposti alla politica di investimento dei fondi monetari si sarebbero tradotti nell'impossibilità per gli stessi di offrire tassi di interesse minimamente competitivi. È esemplare al riguardo la decisione del fondo *Janus* di fuoriuscire dal mercato dei fondi monetari, giudicato a tal proposito non più meritevole di essere offerto sul mercato monetario.

degli Stati Uniti d'America, Geithner sostiene che la *Securities and Exchange Commission* (SEC), autorità di vigilanza del mercato mobiliare statunitense, dovrebbe ideare dei nuovi requisiti prudenziali in grado di ridurre il rischio di corse generalizzate al riscatto delle quote dei fondi monetari. A ben riflettere, la necessità di evitare il ripetersi della crisi di liquidità che si era manifestata in seguito ai noti fatti di settembre 2008 impone, secondo il pensiero di Geithner, di rivedere l'apparato disciplinare previsto per i fondi monetari, aumentando, in particolare, i presidi di sicurezza avverso il manifestarsi di rischi sistemici¹⁵³.

La presa di posizione della SEC non tarda ad arrivare: nel mese di giugno 2009 viene, difatti, pubblicata una proposta di riforma della legislazione in vigore per i fondi monetari che, oltre a fornire delle prime indicazioni sulle possibili modifiche della *Rule 2a-7* dell'*Investment Company Act*, invita i soggetti interessati a inoltrare, entro la prima settimana di settembre 2009, specifici commenti circa l'opportunità e/o la meritevolezza dell'intervento normativo auspicato¹⁵⁴. Quanto al contenuto della proposta in esame, allo scopo di limitare la prassi di assunzione eccessiva di rischi da parte dei fondi monetari, la SEC suggerisce, in primo luogo, di rendere più incisivi i requisiti relativi alla liquidità e alla scadenza media dei titoli in portafoglio. Facendo propria la posizione avanzata dall'ICI, l'Autorità di vigilanza del mercato mobiliare statunitense afferma, quindi, la necessità primaria di rafforzare, tra le altre cose, (i) le percentuali normative richieste per la detenzione di titoli di debito prontamente trasformabili in denaro contante, imponendo, per esempio, ai fondi monetari *retail* e istituzionali di conservare rispettivamente il 5 e il 10 per cento delle attività finanziarie gestite sotto forma di denaro contante o altri titoli altamente liquidi¹⁵⁵; (ii) il limite massimo di scadenza media del portafoglio titoli, passando per la precisione dal tetto legislativamente consentito di 90 giorni al nuovo termine di 60

¹⁵³ Si v. a tal riguardo *Geithner: Full text of testimony*, Prepared testimony from Tim Geithner, US Treasury Secretary, at the Committee on Financial Services Hearing in the US House of Representatives, in *Financial Times*, 26 March 2008.

¹⁵⁴ SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *Money Market Fund Reform*, 17 CFR Parts 270 and 274, Release No. IC-28807; File No. S7-11-09, RIN 3235-AK33, documento disponibile al seguente indirizzo: <https://www.sec.gov/rules/proposed/2009/ic-28807.pdf>.

¹⁵⁵ Ivi, pp. 54 e ss.

giorni¹⁵⁶; e (iii) le condizioni connesse alla qualità creditizia degli strumenti finanziari acquistabili, consentendo in tal caso l'investimento soltanto in titoli dotati del massimo grado di *rating*¹⁵⁷. In secondo luogo, la SEC propone di obbligare i gestori dei fondi monetari a pubblicare mensilmente, anziché trimestralmente, le caratteristiche proprie del portafogli titoli dagli stessi amministrati in monte, allineandosi anche in tal caso con la posizione sostenuta dall'ICI¹⁵⁸. Infine, la Commissione indica come ulteriore proposta di riforma quella di consentire ai fondi monetari che si trovano costretti a rivalutare le proprie azioni al di sotto del limite di un dollaro, integrando in altre parole la nota ipotesi di «*breaking the buck*», di sospendere temporaneamente la possibilità di rimborso immediato delle quote¹⁵⁹, ovvero di trasformarsi in fondi aventi un valore delle quote dipendente dagli andamenti di mercato¹⁶⁰. Secondo il giudizio della SEC, un fondo monetario in difficoltà dovrebbe avere la possibilità di liquidare il rispettivo patrimonio in maniera ordinata, senza ricorrere cioè a quella svendita dei titoli in portafoglio (c.d. *fire sales*) che aveva invece caratterizzato il panico susseguente al crollo del *Primary fund*¹⁶¹.

¹⁵⁶ Ivi, pp. 41 e ss.

¹⁵⁷ Ivi, pp. 25 e ss.

¹⁵⁸ Ivi, pp. 77 e ss.

¹⁵⁹ Ivi, pp. 93 e ss.

¹⁶⁰ A. VAN DUYN, J. CHUNG, *How the buck finally broke*, in *Financial Times*, 10 September 2009, secondo le quali l'abbandono della promessa di mantenere il valore delle quote costanti a un dollaro/euro «disincentiverebbe l'utilizzo dei fondi monetari da parte degli investitori-persone fisiche e stravolgerebbe in generale la struttura del mercato finanziario».

¹⁶¹ In senso conforme si v. J. CHUNG, *SEC eyes tightening rules on money market funds*, in *Financial Times*, 24 June 2009; sulle prime conseguenze della proposta della SEC si v. S. JOHNSON, *Vanguard goes variable NAV*, in *Financial Times*, 2 August 2009, in base al quale alcuni fondi monetari come *Vanguard* e *Aviva*, al fine di evitare di subire un trattamento normativo maggiormente invasivo, hanno iniziato a convertire parte dei propri fondi monetari con valore delle quote fisso (fondi a NAV costante) in fondi monetari aventi un valore delle quote variabile (fondi a NAV variabile).

4.3.2 Le iniziative europee

A differenza della realtà statunitense, i *policy maker* desiderosi di mettere mano a una riforma organica dei fondi monetari europei si ritrovano ad affrontare una situazione diametralmente opposta. All'interno del mercato unico europeo, infatti, qualsiasi tentativo di rinnovamento del settore in esame deve affrontare, in *primis*, due questioni per così dire «pregiudiziali», ossia (i) la mancanza di una normativa europea armonizzata in tema di fondi monetari; (ii) le divergenze di opinioni circa la definizione precisa di fondo monetario. Quanto al primo punto, come ricordato in precedenza, dal loro ingresso nel mercato europeo degli anni Ottanta, i fondi monetari si erano ritrovati a operare in un contesto regolamentare che variava significativamente all'interno delle varie giurisdizioni statali. Alcuni Stati membri, tipicamente quelli più aperti al settore della gestione collettiva del risparmio (Francia, Irlanda, Lussemburgo), avevano ideato fin da subito delle specifiche disposizioni tendenti a disciplinare l'operare dei fondi monetari; viceversa, altri ordinamenti giuridici storicamente bancocentrici (Italia, Germania, Spagna) avevano provveduto a regolare soltanto alcune figure di investitori istituzionali, senza provvedere, tuttavia, a emanare norme *ad hoc* per il funzionamento dei fondi monetari. In generale, il ruolo minoritario svolto da questi fondi nella funzione di finanziamento del sistema economico aveva disincentivato qualsiasi tentativo di armonizzazione legislativa da parte delle Istituzioni europee¹⁶². In riferimento al secondo punto, invece, il panico susseguente alla crisi finanziaria dei mutui *subprime* aveva fatto emergere, tra le altre cose, come il concetto di fondo monetario utilizzato nel Vecchio continente fosse troppo ondivago, atteso che lo stesso tendeva a ricomprendere realtà assai diverse tra loro. Nello specifico, secondo il primo *report* dell'*International Capital Markets Association* (ICMA) in tema di fondi monetari, all'interno di quest'ultima *species* potevano essere racchiusi tre tipi diversi di fondi: a) i «*short-term MMFs*», cioè fondi monetari che investivano il patrimonio soltanto in titoli di debito a brevissima scadenza e di elevata qualità; b) i «*cash plus funds*», ovvero fondi monetari che, a differenza dei primi, acquistavano strumenti finanziari meno liquidi, in quanto aventi un orizzonte temporale compreso tra sei

¹⁶² IOSCO, *Money Market Fund Systemic Risk Analysis and Reform Options*, cit., p. 46.

mesi e un anno; c) gli «*enhanced money market funds*» i quali, infine, investivano il patrimonio gestito in monete in titoli aventi sia una scadenza superiore a un anno, sia un profilo di rischio maggiore¹⁶³.

In questo quadro, la prima proposta tendente a sottolineare la necessità di istituire una disciplina pan-europea dei fondi monetari viene avanzata nel mese di febbraio 2009 dal Report *De Larosière*, il documento pubblicato da un gruppo di esperti presieduto, appunto, da Jacques de Larosière, e composto da eminenti economisti nominati qualche mese prima dall'allora Presidente della Commissione europea José Manuel Barroso allo scopo di formulare delle raccomandazioni sul futuro della regolamentazione e della vigilanza finanziaria europea¹⁶⁴. In particolare, per quanto interessa la presente sede, in tale documento viene affermato che le criticità in cui si erano ritrovati i fondi monetari europei in seguito alla contrazione di mercati considerati tradizionalmente liquidi come quelli delle cambiali finanziari e, in generale, dei titoli di debito a breve termine, possono essere scongiurate nella loro riproduzione mediante due misure di *policy* strettamente connesse tra loro. In primo luogo, il legislatore europeo dovrebbe procedere alla pubblicazione di una definizione comune di fondo monetario, atteso che la spirale di illiquidità in quest'ultimo settore si era aggravata anche a causa delle difficoltà riscontrate dal pubblico degli investitori nel comprendere, in concreto, quali fondi monetari avevano investito il rispettivo patrimonio in attività finanziarie interconnesse con il mercato dei mutui *subprime*. In secondo luogo, al fine di limitare l'esposizione ai rischi di credito, di mercato e di liquidità, il *Report*

¹⁶³ INTERNATIONAL CAPITAL MARKETS ASSOCIATION, *Money Market Funds – Draft Report*, AMIC Meeting, Brussels, December 2008.

¹⁶⁴ Cfr. Report *The High-Level Group on Financial Supervision in the EU*, Chaired by Jacques de Larosière, Brussels, 25 February 2009, documento disponibile al seguente indirizzo: https://www.esrb.europa.eu/shared/pdf/de_larosiere_report_it.pdf?bb9e09f377e0aba84c62fc2616eab30f, in cui viene avallato il cammino verso la promulgazione di profonde riforme della struttura di vigilanza del settore finanziario dell'Unione europea. In particolare, a giudizio del gruppo De Larosière, onde colmare le lacune regolamentari del mercato finanziario, una soluzione concretamente percorribile è rappresentata dalla incisiva riforma sia della normativa di riferimento, attraverso un rafforzamento dei presidi prudenziali, sia della struttura di vigilanza ritenuta altamente disomogenea all'interno dei vari Stati membri

de Larosière ritiene imprescindibile procedere alla rigida fissazione a livello europeo di limiti prudenziali circa le tipologie di attività (c.d. *eligible liabilities*) in cui i fondi monetari possono essere legittimati a investire. Secondo il gruppo di esperti, in effetti, l'imposizione di limiti alle politiche di investimento perseguibili da parte di un intermediario finanziario ha sempre rappresentato una misura di politica legislativa adottata al fine di contenere il diffondersi di esternalità negative nel mercato finanziario. Ne consegue che, anche i fondi monetari non dovrebbero essere esenti da normative prudenziali aventi tale obiettivo¹⁶⁵.

In continuità alla posizione assunta dal Gruppo de Larosière, l'associazione di rappresentanza del mercato dei capitali europeo, l'*International Capital Markets Association* (ICMA), propone, a sua volta, dei suggerimenti su come evitare la riproduzione di quegli episodi di panico che avevano seriamente compromesso la sopravvivenza dei fondi monetari sul suolo europeo¹⁶⁶. Più precisamente, secondo il pensiero dell'ICMA, il legislatore euro-unitario dovrebbe concentrare i propri sforzi su un aspetto cruciale per il buon funzionamento di questi fondi, ossia il grado di trasparenza della gestione in monte del patrimonio. La corsa generalizzata al ritiro delle quote di partecipazione ai fondi monetari, diffusasi come noto anche in Europa in seguito al crollo del *Primary fund*, era stata alimentata principalmente dall'ignoranza del pubblico degli investitori sul profilo di rischio dei fondi in cui gli stessi avevano in precedenza depositato risorse monetarie. Le difficoltà sulla comprensione degli eventuali legami tra i fondi monetari e le cambiali finanziarie sottostanti all'universo dei mutui *subprime* avevano, infatti, indotto i quotisti di tali fondi a fuoriuscire da un settore giudicato non più sicuro. Di conseguenza, nel riprendere le osservazioni svolte in un precedente *report*¹⁶⁷, l'associazione di rappresentanza del mercato dei capitali europeo afferma che una rinnovata fiducia verso l'operato dei fondi monetari potrebbe essere raggiunta attraverso l'implementazione di una

¹⁶⁵ Ivi, p. 29.

¹⁶⁶ INTERNATIONAL CAPITAL MARKETS ASSOCIATION, *Money Market Funds in Europe*, 2009, documento disponibile al seguente indirizzo: <https://www.icmagroup.org/assets/documents/About-ICMA/AMIC/MMF%20final%20report.pdf>.

¹⁶⁷ INTERNATIONAL CAPITAL MARKETS ASSOCIATION, *Money Market Funds – Draft Report*, cit.

riforma legislativa ricomprensente, a vario titolo, i seguenti elementi: (i) maggiore diffusione al pubblico di informazioni sulla qualità degli investimenti intrapresi dai gestori dei fondi monetari¹⁶⁸; (ii) applicazione armonizzata delle regole su tutto il territorio europeo («*pan-European regulatory framework*»); (iii) adozione di una definizione univoca di fondo monetario¹⁶⁹.

L'enfasi sulla necessità di individuare una definizione comune di fondo monetario viene rafforzata qualche mese più tardi finanche dalle due associazioni di rappresentanza della gestione collettiva del risparmio più influenti nel contesto europeo, ossia l'*European Fund and Asset Management Association* (Efama) e l'*Institutional Money Market Fund Association* (IMMFA). Queste due associazioni decidono, in particolare, di pubblicare agli inizi di luglio 2009 un *report* congiunto in cui vengono proposte delle regole chiare e puntuali per cercare di raggiungere un consenso unitario sull'uso del termine «fondo monetario»¹⁷⁰. A titolo esemplificativo, viene suggerito di assoggettare la categoria dei fondi monetari «short-term» al rispetto di una scadenza media del portafoglio titoli di 60 giorni, mentre per la neoistituita categoria dei fondi monetari «regular» il limite temporale viene elevato a 360 giorni. In senso conforme, nel *report* in esame vengono consigliate discipline specifiche per

¹⁶⁸ H. DALE, *Investors voice concern over transparency*, in *Financial Times*, 8 February 2009; G. TETT, K. BURGESS, *Costly cogs, misfiring machine*, in *Financial Times*, 27 September 2009.

¹⁶⁹ B. ABOULIAN, *HSBC: Quiet support for money market funds under pressure*, in *Financial Times*, 29 March 2009, secondo il quale l'attenzione delle autorità regolatorie e delle agenzie di *rating* verso una definizione precisa di fondo monetario si rinviene nella necessità di distinguere all'interno della *species* dei «fondi monetari», da un lato, quel *genus* di fondi che, nel soddisfare il bisogno degli investitori di beneficiare di strumenti di investimento avversi al rischio, offrono delle politiche di investimento incentrate sull'acquisto esclusivo di strumenti del mercato monetario altamente liquidi (c.d. «*highly liquid money market instruments*»), dai fondi che, invece, al fine di offrire un tasso di interesse più elevato, perseguono politiche di investimento maggiormente rischiose in quanto incentrate sull'investimento in strumenti finanziari aventi un orizzonte temporale più ampio.

¹⁷⁰ Press Release, *Fund industry associations united behind a European definition of money market funds*, Brussels, 9 July 2009, disponibile al seguente indirizzo: <https://www.efama.org/Pages/Fund-industry-associations-united-behind-European-definition-of-Money-Market-Funds.aspx>.

quanto concerne l'esposizione delle due categorie di fondo monetario rispettivamente ai rischi di credito, di interesse e di liquidità. I fondi che a causa della strategia di investimento adottata non riescono a uniformarsi alla normativa così proposta possono continuare a utilizzare la dicitura «fondi monetari» per un periodo transitorio di tre anni, scaduto il quale questi ultimi saranno costretti a mutare la propria ragione sociale in modo tale da non riecheggiare più, direttamente o indirettamente, lo *status* di fondo monetario assunto in passato. Secondo il pensiero dell'Efama e dell'IMMFA, la predisposizione di normative dettagliate circa l'operatività dei fondi monetari consentirebbe, da un lato, di rendere il mercato dei capitali più stabile da un punto di vista macroeconomico, e dall'altro, di garantire un'appropriata circolazione di informazione in merito al grado di rischio insito nell'investimento in determinati veicoli di gestione del risparmio¹⁷¹.

Da ultimo, allo scopo precipuo di allinearsi alle prospettive di riforma sopra richiamate, nel mese di dicembre 2009 l'IMMFA decide di aggiornare il proprio codice di condotta imposto, fin dal 2003, ai fondi monetari europei come *condicio sine qua non* di appartenenza all'associazione¹⁷². Più esattamente, sebbene i fondi monetari storicamente sottoposti al codice di autodisciplina in esame non abbiano subito crisi di liquidità gravi come quelle registrate dai fondi monetari «*enhanced*», l'associazione di rappresentanza ritiene comunque importante rafforzare anche per i primi il rispetto di requisiti prudenziali avverso i rischi finanziari usualmente connessi all'attività di trasformazione delle scadenze.

¹⁷¹ D. RICKETTS, *Moves afoot to clarify money funds label*, in *Financial Times*, 12 July 2009; Sulle possibili conseguenze dell'introduzione di una definizione legislativa precisa di fondo monetario cfr. S. JOHNSON, *Money funds face qualifying criteria*, in *Financial Times*, 12 July 2009, secondo il quale le proposte europee avanzate dall'*European Fund and Asset Management Association* (Efama) e dall'*Institutional Money Market Fund Association* (IMMFA) di definizione pan-europea di fondo monetario avrebbero come conseguenza la fuoriuscita dal settore di riferimento di circa 100 miliardi di euro di attività finanziarie gestite da fondi che, in base alle nuove metodologie di giudizio, non potrebbero essere definiti tali.

¹⁷² INSTITUTIONAL MONEY MARKET FUNDS ASSOCIATION, *Code of Practice*, Amended 14 December 2009, documento disponibile al seguente indirizzo: https://www.lexissecuritiesmosaic.com/gateway/FedReg/About_Codefinal.pdf.

È esemplare al riguardo la predisposizione di nuovi obblighi di gestione del portafoglio in base al quale i fondi monetari devono detenere almeno: (i) il cinque per cento del patrimonio in titoli *overnight* (ovvero con scadenza giornaliera); e (ii) il 20 per cento del patrimonio in titoli aventi una scadenza massima settimanale¹⁷³. Quanto alla qualità creditizia, sempre sulla base del nuovo codice, i fondi monetari devono garantire che la scadenza media delle attività finanziarie detenute in portafoglio non superi il limite di 120 giorni¹⁷⁴, ed evitare l'acquisto di titoli di debito governativi e societari aventi una scadenza singola superiore, rispettivamente, a 762 e 397 giorni¹⁷⁵. A ben vedere, la ragione sottostante alle modifiche proposte dall'IMMFA si rinviene nella preoccupazione di apprestare degli strumenti liquidi attraverso i quali i fondi monetari possano autonomamente fare fronte a eventuali nuove «corse» al riscatto delle quote, a prescindere cioè dal funzionamento del mercato secondario dei titoli¹⁷⁶. Il congelamento dei mercati finanziari registratosi durante il mese di settembre 2008 aveva, infatti, dimostrato come l'universo dell'intermediazione creditizia in generale si fosse trovato nell'impossibilità di raccogliere liquidità di emergenza tramite la vendita sul mercato secondario dei titoli detenuti in bilancio. Di qui, la necessità di aumentare il numero degli strumenti finanziari in portafoglio che, avendo un orizzonte temporale breve e/o brevissimo, siano in grado di generare «naturalmente» (cioè al momento della scadenza) liquidità¹⁷⁷.

¹⁷³ Ivi, art. 33.

¹⁷⁴ Ivi, art. 40.

¹⁷⁵ Ivi, art. 41.

¹⁷⁶ S. JOHNSON, *Money market fund preferences are shifting*, in *Financial Times*, 14 February 2010.

¹⁷⁷ S. JOHNSON, *New rules for money funds*, in *Financial Times*, 13 December 2009.

II. LE RISPOSTE NORMATIVE ALLA CRISI FINANZIARIA DEL 2007-2008

1. La prima riforma della SEC del 2010

Il 27 gennaio 2010 la *Securities and Exchange Commission* (SEC), dopo aver raccolto circa 120 commenti sulla proposta di riforma avanzata nel corso del 2009, ha pubblicato le modifiche alla più volte citata *Rule 2a-7*¹ dell'*Investment Company Act* del 1940, il punto di riferimento normativo per i fondi monetari statunitensi². La riforma della SEC in esame ha rappresentato la prima risposta regolatoria post-crisi finanziaria alla necessità di garantire una maggiore stabilità e resilienza dei fondi monetari a scenari di mercato avversi: nel mediare tra posizioni più o meno limitative della libertà di impresa propria dei fondi monetari, la Commissione non ha proceduto a riforme, per così dire, strutturali del settore di riferimento, ma si è limitata a correggere quegli aspetti che durante la recente crisi finanziaria si erano dimostrati inefficaci a contenere la crisi di liquidità all'interno

¹ Per la definizione legislativa del termine «Rule», cfr. l'*Administrative Procedure Act* del 1946, 5 USC Part I, Chapter 5, Subchapter II: Administrative Procedure, § 551, n. (4), in base al quale con il termine in esame si intende « whole or a part of an agency statement of general or particular applicability and future effect designed to implement, interpret, or prescribe law or policy or describing the organization, procedure, or practice requirements of an agency and includes the approval or prescription for the future of rates, wages, corporate or financial structures or reorganizations thereof, prices, facilities, appliances, services or allowances therefor or of valuations, costs, or accounting, or practices bearing on any of the foregoing»; sull'affinità della disciplina adottata tramite autorità federali amministrative alla logica di funzionamento sottostante alla creazione del diritto nei sistemi di *civil law* cfr. H. G. MANNE, *From the Judiciary and Free Markets*, in *The Collected Works of Henry G. Manne, Vol. 3 – Liberty and Freedom in the Economic Ordering of Society*, a cura di F.S. McChesney, Carmel, In, 2010, p. 250, secondo il quale i caratteri distintivi dei sistemi incentrati sulla produzione del diritto mediante organi dotati di poteri normativi risiedono nella grande discrezionalità di cui gode il legislatore nel predisporre soluzioni regolamentari e, al contempo, nel ridotto margine di azione riconosciuto al controllo giurisdizionale.

² SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *Money Market Reform*, SEC Release No. IC-29132, 27 January 2010, documento disponibile al seguente indirizzo: <https://www.sec.gov/rules/final/2010/ic-29132.pdf>.

del mercato monetario³. Questa posizione «intermedia» è stata, quindi, accolta positivamente sia dall'*Independent Directors Council* (IDC)⁴, associazione di rappresentanza degli amministratori indipendenti, sia dall'*Investment Company Institute* (ICI)⁵, le quali in più occasioni avevano manifestato il loro dissenso per qualsiasi riforma che avesse, per esempio, reso illegittima la figura di fondo monetario con valore delle quote costanti, ovvero avesse esteso a tale settore una normativa prudenziale sostanzialmente para-bancaria. Nel merito, le modifiche introdotte dalla SEC hanno imposto un rispetto più scrupoloso della qualità creditizia e del livello di liquidità dei prodotti finanziari acquistabili, hanno affrontato la tematica connessa al rapporto tra politiche di investimento e *rating* del credito esterni, hanno fissato limiti più stringenti all'orizzonte temporale del portafoglio titoli gestito in monte, hanno richiesto una maggiore divulgazione al

³ M. MACKENZIE, *New curbs on money markets*, in *Financial Times*, 27 January 2010, in cui, nel richiamare le dichiarazioni effettuate durante la conferenza stampa di presentazione della riforma dall'allora presidente della SEC, Ms Mary Schapiro, si afferma che l'intervento normativo in esame rappresenta soltanto il primo passo nello sforzo regolamentare avente ad oggetto la stabilità dei fondi monetari, sicché nuovi possibili «ritocchi» (come poi, di fatto, avverrà qualche anno più tardi: si veda *infra* cap. 3) alla struttura disciplinare di base non sono esclusi.

⁴ Press Release, *IDC Supports SEC Money Market Fund Reforms*, 27 January 2010, documento disponibile al seguente indirizzo: https://www.ici.org/mmfs/reforms/sec_reforms/statements/10_news_sec_idc_mmf, laddove viene affermato che «l'*Independent Directors Council* sostiene gli sforzi della Commissione per rafforzare i fondi monetari. Queste nuove misure contribuiranno a rendere questi fondi più robusti anche in condizioni di mercato straordinarie. I nuovi requisiti, insieme all'importante supervisione fornita dai consigli e dagli amministratori indipendenti, porteranno grandi benefici agli azionisti dei fondi monetari».

⁵ Press Release, *ICI Comments on SEC's Money Market Fund Reforms*, 27 January 2010, documento disponibile al seguente indirizzo: https://www.ici.org/mmfs/reforms/sec_reforms/statements/10_news_sec_mmf, in cui Paul Schott Stevens, Presidente dell'ICI, afferma testualmente che «l'industria della gestione collettiva del risparmio sostiene l'azione odierna della SEC tesa a rendere i fondi monetari più resistenti di fronte a condizioni di mercato straordinarie, come quelle registrate durante l'autunno del 2008. Gli emendamenti della SEC alla *Rule 2a-7* imporranno nuovi standard rigorosi per la liquidità, la maturità e la qualità del credito delle partecipazioni dei fondi monetari. Questi e altri cambiamenti forniranno significative protezioni aggiuntive e beneficeranno gli investitori dei fondi del mercato monetario».

pubblico delle informazioni sulla politica di investimento perseguita e, infine, hanno introdotto innovazioni disciplinari in grado di agevolare la gestione di situazioni di crisi dei fondi monetari. A ben riflettere, la riforma adottata dalla Commissione ha predisposto delle soluzioni giuridiche in grado, da un lato, di rendere i fondi monetari più resistenti a certi rischi presenti nel mercato finanziario, e dall'altro lato, di assicurare una maggiore protezione degli investitori avverso le conseguenze del fallimento di un fondo monetario.

Nello specifico, quanto alla qualità del portafoglio titoli, la nuova *Rule 2a-7* stabiliva, innanzitutto, che le attività finanziarie in cui un fondo monetario era legittimato a investire: (i) fossero denominate in dollari americani; (ii) ponessero un rischio di credito minimale; (iii) avessero, in ogni caso, i requisiti richiesti dalla normativa di riferimento al fine di assurgere allo *status* di «*eligible securities*». Al fine di determinare quest'ultimo requisito, i fondi monetari potevano continuare a usufruire del sistema basato sui c.d. due livelli di *rating* (*id est, first e second tier*), ma con una novità sostanziale: i gestori dei fondi monetari non potevano più fare affidamento soltanto sulle stime qualitative esterne, ma dovevano condurre internamente anche una valutazione creditizia indipendente di tutti gli strumenti acquistati. Nel nuovo sistema, in altri termini, i giudizi emessi dalle agenzie di *rating* rappresentavano un mero punto di partenza per le valutazioni della qualità creditizia che il consiglio di amministrazione del fondo doveva comunque condurre internamente. Ciò posto, la normativa in esame richiedeva ai gestori di un fondo monetario di non investire più del tre per cento del proprio patrimonio in titoli di qualità sub-ottimale (c.d. «*second tier*»), incentivando così la canalizzazione delle disponibilità liquide quasi esclusivamente verso titoli ritenuti di elevata qualità (almeno il 97 per cento del portafoglio)⁶. In secondo luogo, con riferimento agli obblighi di diversificazione, veniva stabilito che i fondi monetari non potevano investire più del cinque per cento dei rispettivi patrimoni in attività finanziarie di primo livello emesse da

⁶ SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *Money Market Reform*, cit., p. 11; in precedenza i gestori dei fondi monetari erano, invece, legittimati ad investire fino al 5 per cento del patrimonio amministrato in monte nell'acquisto di attività finanziarie aventi una qualità non primaria: cfr. Cap. I, § 2, p. 14.

una stessa entità giuridica e non più dell'0,5 percento in attività finanziarie di secondo livello emesse, sempre, dallo stesso soggetto⁷. Da queste prime disposizioni emergeva *de plano* la chiara presa di posizione della Autorità di vigilanza statunitense nei confronti delle valutazioni creditizie esterne: più esattamente, riprendendo quella proposta che la stessa SEC aveva cercato di avanzare già prima dello scoppio della crisi finanziaria⁸, nella nuova normativa veniva ridotta l'influenza esterna esercitata dalle agenzie di *rating*. Nel mutato sistema, infatti, l'ultima parola sulla compatibilità delle attività finanziarie con il profilo di rischio dei fondi monetari veniva rimessa al consiglio di amministrazione del fondo stesso che, sulla base di analisi di mercato, era tenuto a determinare la collocazione di un titolo di debito nel livello primario o secondario⁹.

In riferimento ai requisiti di portafoglio di natura temporale, al fine di ridurre ulteriormente l'esposizione dei fondi monetari alle conseguenze di un repentino mutamento dei tassi di interesse, la nuova *Rule 2a-7* restringeva in maniera sostanziale il livello di «anzianità» cronologica che un patrimonio era in grado di rappresentare. Nello specifico, i fondi monetari che si impegnavano a mantenere costante il valore nominale delle quote non potevano: (i) investire in strumenti finanziari che avessero avuto una scadenza residua superiore a 397 giorni; (ii) mantenere una durata residua contrattuale media (c.d. *Weighted Average Life*, WAL)¹⁰ del portafoglio superiore a 120 giorni; (iii) detenere una

⁷ Ivi, p. 12, in cui viene peraltro affermato che i titoli del secondo livello non possono avere una scadenza superiore a 45 giorni

⁸ Cfr. Cap. I, § 4.1. p. 27.

⁹ L. STORY, J. CRESWELL, *Wall St. Makes Fallback Plans for Debt Crisis*, in *The New York Times*, 20 July 2011, laddove si afferma che le restrizioni al *rating* del credito erano meno pressanti per i titoli di debito pubblici, atteso che la normativa di riferimento imponeva ai fondi monetari – specialmente se qualificati come fondi dedicati all'acquisto di titoli di stato – di investire determinate percentuali del patrimonio in titoli governativi, senza però specificare il connesso livello minimo di valutazione creditizia che questi ultimi dovevano ottenere.

¹⁰ Con il termine durata residua contrattuale media (c.d. *Weighted Average Life*) si intende la media delle durate residue, rispetto alla scadenza contrattuale, di tutti i titoli in portafoglio ponderata con il peso dei suddetti titoli sul portafoglio di investimento complessivo. In caso di strumenti finanziari a tasso variabile, per individuare la durata residua rispetto alla scadenza

durata residua media (c.d. *Weighted Average Maturity*, WAM)¹¹ del portafoglio superiore, in questo caso, a 60 giorni¹². La figura del fondo monetario a NAV costante veniva, perciò, preservata a patto di importanti sacrifici quantitativi sul fronte della libertà di investimento: e invero, sebbene questi fondi potessero acquistare strumenti emessi sia dal settore pubblico che da operatori privati, godendo quindi sotto il versante «merceologico» di ampiezza di movimento, sull'altare della stabilità finanziaria venivano sacrificati i termini massimi di scadenza dei titoli detenibili in portafoglio.

Le restrizioni alle possibilità di investimento introdotte dalla SEC con la riforma in esame non si limitavano, tuttavia, all'aspetto qualitativo-temporale, ma andavano a incidere anche sulle disposizioni storicamente dedicate ai requisiti di liquidità del patrimonio. Questi ultimi, invero, si erano rivelati inadatti a fronteggiare la crisi finanziaria che, nell'autunno del 2008, aveva sostanzialmente provocato un fenomeno di *bank-run* anche all'interno del settore dei fondi monetari¹³. Le problematiche legate al livello di liquidità dei fondi monetari erano

contrattuale del titolo si deve fare riferimento sempre al tempo rimanente al rimborso dello strumento, senza possibilità di usare come parametro di riferimento la data di revisione dei tassi di interesse. La durata residua contrattuale media viene, in effetti, utilizzata principalmente per valutare il livello del rischio di credito e di liquidità presente nel portafoglio di un fondo comune di investimento, atteso che esiste un rapporto direttamente proporzionale tra l'orizzonte temporale di uno strumento finanziario prima della data di rimborso e il peso del rischio di credito.

¹¹ A differenza della durata residua contrattuale media, la durata residua media (*Weighted Average Maturity*) rappresenta, invece, la media delle durate residue di tutti i titoli di debito in portafoglio ponderati in funzione del peso di tali titoli sul portafoglio complessivo. Pertanto, qualora il patrimonio del fondo ricomprenda al suo interno titoli a tasso variabile, la durata residua media si calcola tenendo conto del tempo rimanente alla prossima revisione del tasso di interesse, piuttosto che il tempo rimanente prima che sia ripagato il valore nominale dello strumento. Tale valore viene, infatti, utilizzato per valutare la sensibilità di un fondo comune monetario al rischio di cambiamento dei tassi di interesse nel mercato monetario.

¹² SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *Money Market Reform*, cit., p. 37.

¹³ R. RAJAN, *A better way to reduce financial sector risk*, in *Financial Times*, 25 January 2010, secondo il quale il rischio di *run* all'interno del settore dei fondi monetari potrebbe essere eliminato valutando le somme depositate in tali fondi (cioè, le quote di partecipazione al patrimonio gestito in monte) in base ai valori correnti di mercato (c.d. *mark-to-market*); cfr. anche M. WOLF, *Volcker's axe is not enough to cut banks to size*, in *Financial Times*, 26 January 2010.

state addebitate, in particolare, all'incapacità dei gestori di tali fondi di liquidare titoli garantiti da attività sottostanti (*asset-backed securities*) che, a causa della sfiducia diffusasi sul mercato, non erano «ben visti» dalla comunità degli investitori¹⁴. Di conseguenza, al fine di evitare il ripetersi di una nuova spirale di illiquidità, la versione aggiornata della *Rule 2a-7* interveniva su due fronti, in parte aumentando le percentuali di attività liquide già richieste dalla normativa precedente, in parte predisponendo nuovi strumenti in grado di «prevedere» le richieste di rimborso provenienti dalla clientela. Più esattamente, in primo luogo, veniva imposto ai gestori dei fondi monetari di non investire più del cinque per cento del patrimonio dagli stessi gestito in prodotti finanziari illiquidi, ossia in attività che non si sarebbero potute trasformare in denaro contante senza subire, al contempo, una decurtazione sostanziale del rispettivo valore nominale¹⁵. In secondo luogo, veniva stabilito che: (i) il patrimonio dei fondi monetari soggetti a tassazione dovesse essere composto per almeno il 10 per cento da attività finanziarie aventi una scadenza giornaliera o, comunque, in grado di convertirsi in denaro contante entro una giornata lavorativa (*id est*, depositi bancari non vincolati, titoli governativi a breve termine); (ii) tutti i fondi monetari (anche quelli esenti dalla tassazione) dovessero investire almeno il 30 per cento del patrimonio in titoli aventi una scadenza settimanale o, comunque, in grado di convertirsi in denaro contante entro cinque giorni lavorativi (*id est*, titoli governativi a breve termine, altri titoli di debito pubblici con una scadenza inferiore a 60 giorni). Infine, allo scopo di migliorare la gestione della liquidità destinata alle richieste di ritiro delle quote, si prevedeva che i fondi monetari istituissero delle procedure interne di monitoraggio e conoscenza degli investitori (c.d. tecniche di «*know your customer*») le cui richieste di *exit* avrebbero potuto mettere a repentaglio la viabilità del fondo stesso¹⁶.

Quanto alla qualità creditizia, sempre al fine di ridurre la dipendenza dei fondi monetari dalle valutazioni del merito creditizio esterne, la riforma in esame imponeva al consiglio di amministrazione di ogni fondo monetario di adottare

¹⁴ D. CINTIOLI, *A solution for the liquidity risk paradox*, in *Financial Times*, 3 January 2010.

¹⁵ SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *Money Market Reform*, cit., p. 54.

¹⁶ Ivi, p. 56.

periodicamente procedure interne di *stress testing* del portafoglio¹⁷. I gestori dei fondi monetari dovevano, in particolare, predisporre delle metodologie di studio tendenti a far emergere la capacità di resistenza del patrimonio a scenari di mercato avversi come, ad esempio, un aumento generalizzato dei saggi di interesse a breve termine, le pressioni al riscatto delle quote provenienti da un numero consistente di quotisti, ovvero il *default* di determinati titoli in portafoglio. In altri termini, piuttosto che affidarsi *sic et simpliciter* ai *rating* del credito forniti sul mercato dalle agenzie specializzate, i gestori dei fondi monetari erano tenuti a valutare, in concreto, se gli strumenti finanziari in cui era stato investito il patrimonio fossero in grado di fornire un argine rassicurante alle varie tipologie di rischio presenti sul mercato finanziario¹⁸.

In riferimento alle esigenze di trasparenza, la riforma della *Rule 2a-7* fissava innovativi obblighi di *disclosure* del portafoglio di un fondo monetario nei confronti sia del pubblico degli investitori, sia dell'Autorità di vigilanza competente¹⁹. Più precisamente, quanto al primo aspetto, accogliendo le richieste avanzate sul punto dall'ICI, la normativa in esame imponeva ai gestori dei fondi monetari di pubblicare sul rispettivo sito internet la conformazione del portafoglio amministrato in monte, illustrando mensilmente come le disponibilità monetari raccolte presso il pubblico degli investitori fossero ripartite tra i vari strumenti presenti sul mercato monetario. La *ratio* del neoistituito vincolo mensile alla diffusione di informazioni dettagliate sulla collocazione del risparmio gestito in monte si rinveniva, da un lato, nell'opportunità di concedere ai quotisti una migliore contezza dei rischi assunti dai fondi monetari, e, dall'altro, nella convenienza ad aumentare i controlli di mercato avverso l'assunzione di comportamenti eccessivamente spregiudicati. Per quanto riguarda, invece, l'invio di dati ed informazioni all'Autorità di vigilanza, ai sensi delle nuove disposizioni

¹⁷ Ivi, p. 67.

¹⁸ Sulla risposta delle agenzie di *rating* alle modifiche normative in esame cfr. B. WILCOX VOLZ, *Moody's moves to improve ratings differentiation*, in *Financial Times*, 12 September 2010, dove si riporta, ad esempio, la notizia circa la riforma delle metodologie di *rating* dei fondi monetari allora annunciata dalla società Moody e incentrata sulla valorizzazione del ruolo che la società-madre di un fondo (*sponsoring organisations*) può ragionevolmente assumere in caso di crisi di liquidità.

¹⁹ SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *Money Market Reform*, cit., p. 72.

introdotta dalla SEC, i gestori dei fondi monetari dovevano inoltrare, anche in tale circostanza con cadenza mensile, notizie specifiche sull'andamento generale degli affari intrapresi. In questo caso, tuttavia, le peculiarità erano rappresentate dal fatto che: (i) l'inoltro delle suddette informazioni dovesse avvenire mediante *format* standardizzati che consentivano alla Commissione di creare un *database* centrale contenente statistiche aggregate sull'agire dei fondi monetari; (ii) i fondi che contabilizzavano le quote al prezzo costante di un dollaro fossero tenuti a inviare anche il valore che tali quote avrebbero avuto in base agli andamenti di mercato delle attività sottostanti (c.d. «*shadow NAV*»).

Da ultimo, la *Rule 2a-7* stabiliva due meccanismi di salvaguardia in grado di agevolare la gestione di situazioni di illiquidità che avessero eventualmente interessato, direttamente o indirettamente, un fondo monetario. In particolare, da un lato, veniva concesso al consiglio di amministrazione di un fondo monetario il diritto potestativo di sospendere le richieste di rimborso provenienti dalla clientela nel caso in cui il primo non fosse più stato in grado di mantenere costante il valore delle quote²⁰. Questa possibilità rappresentava un'autentica novità, atteso che in precedenza la sospensione del diritto dei quotisti al ritiro dei capitali era stata riconosciuta soltanto in capo all'Autorità di vigilanza. In base alle nuove regole, invece, un fondo monetario poteva decidere prontamente di congelare la facoltà di fuoriuscita dal fondo al primo segnale di illiquidità, senza dover ottenere in via preventiva alcun tipo di autorizzazione pubblica. Dall'altro lato, sempre al fine di provvedere tempestivamente a eventuali carenze di liquidità, veniva liberalizzata la possibilità per società controllanti e/o collegate ad un fondo monetario in difficoltà di acquisire strumenti finanziari presenti nel portafoglio di quest'ultimo²¹. Anche in questa circostanza, infatti, il diritto soggettivo all'acquisto di titoli detenuti da un fondo monetario in crisi era stato in precedenza sottoposto al preventivo vaglio della SEC, che al riguardo verificava l'assenza di eventuali abusi dello stato di bisogno economico in cui versava il fondo. Secondo le nuove regole, invece, si garantiva la possibilità di concludere rapporti di

²⁰ Ivi, p. 97.

²¹ Ivi, p. 94

compravendita titoli tra fondi monetari e società controllanti e/o collegate senza richiedere, sul punto, alcun tipo di nulla-osta pubblico (c.d. *affiliate purchases*)²².

Alla luce delle plurime modifiche richiamate, si può sostenere che l'intervento regolatorio in esame presentava molteplici aspetti positivi: facendo tesoro degli eventi manifestatesi durante l'autunno del 2008, la SEC ha proposto, infatti, degli strumenti normativi astrattamente in grado di evitare il ripetersi delle debolezze che avevano allora pressoché compromesso la sopravvivenza dei fondi monetari nel mercato statunitense²³. In particolare, il rischio di liquidità, connesso all'emergere di situazioni di corsa generalizzata al riscatto delle quote di partecipazione ai fondi monetari, veniva ridotto attraverso attente prescrizioni volte a privilegiare l'investimento in strumenti finanziari a breve e/o brevissimo termine²⁴; il pericolo di detenzione di titoli poco affidabili dal punto di vista qualitativo (c.d. *junk bonds*) veniva controbilanciato mediante l'obbligo imposto ai gestori dei fondi monetari di non affidarsi soltanto alle valutazioni creditizie prodotte dalle agenzie di *rating*, bensì di procedere soprattutto attraverso controlli qualitativi interni²⁵; l'alea connessa alle attività finanziarie in cui era investito il patrimonio di un fondo veniva ridotta drasticamente grazie al rafforzamento degli obblighi di *disclosure* del patrimonio gestito in monte; la semplificazione degli oneri burocratici legati alla sospensione temporanea delle richieste di rimborso proveniente dalla clientela e all'ottenimento di sostegni economici esterni consentivano, infine, una gestione celere delle eventuali situazioni di difficoltà che avessero interessato l'operatività di tali fondi.

²² Sul punto si v. anche INVESTMENT COMPANY INSTITUTE, *Money Market Fund Reform: 2010 SEC Amendments*, in *ICI Statements & Comment Letters*, 2010, documento disponibile al seguente indirizzo: https://www.ici.org/mmfs/reforms/sec_reforms/statements/10_mmfs_2010sec.

²³ V. ACHARYA, *Failures of the Dodd-Frank Act*, in *Financial Times*, 15 July 2010, il quale nel fornire un primo commento alle riforme finanziarie post-crisi finanziaria ricordava come proprio il rischio di rimborsi collettivi indirizzati verso il patrimonio dei fondi monetari avesse condotto il sistema finanziario nel suo complesso ad una fase di *stand-still*.

²⁴ E. WYATT, *Hopeful, but Wary at Money Markets*, in *The New York Times*, 31 July 2011, in cui si rileva che dopo l'entrata in vigore della riforma in esame i fondi monetari avevano assunto un comportamento alquanto conservativo, arrivando a detenere in portafoglio attività finanziarie aventi una scadenza inferiore alla settimana per un ammontare pari al 60 per cento del totale.

²⁵ J. McDERMOTT, *The debt ceiling and money market funds*, in *Financial Times*, 21 July 2011.

Sotto altro versante, la scelta di campo effettuata dalla Commissione statunitense presentava il grande beneficio di non aver ceduto alle richieste di profonda ristrutturazione del mercato dei fondi monetari avanzate da più parti e incentrate, in particolare, sulla sottoposizione del settore di riferimento alla normativa prudenziale di matrice bancaria²⁶. Piuttosto che adottare un approccio di «*one-size-fits-all*», la SEC ha preservato, in primo luogo, le caratteristiche proprie dei fondi monetari, consentendo nello specifico a questi ultimi di continuare a costituirsi sia attraverso l'offerta di quote con valore costante, sia mediante l'emissione di quote con prezzo variabile²⁷. Secondo il punto di vista degli investitori, l'importanza di questa «resistenza» al cambiamento trovava fondamento nel fatto che mentre il passaggio coattivo ad un sistema di quote con prezzo variabile avrebbe indirettamente causato complicazioni sotto il versante degli adempimenti tributari, contabili e, in generale, di reportistica sull'andamento economico dei singoli investimenti effettuati, il beneficio netto di tale innovazione sarebbe stato pressappoco nullo²⁸. In secondo luogo, il legislatore americano non ha imposto ai fondi monetari, a prescindere dalla forma in concreto prescelta, il rispetto di requisiti di capitale, né tantomeno la costituzione di riserve di liquidità da depositare presso le riserve ufficiali della Banca centrale. Nel porre l'accento sulle differenze strutturali e funzionali intercorrenti tra intermediari bancari

²⁶ Sulla necessità di ricorrere ad una regolamentazione del settore in senso conforme alla disciplina di stampo bancario cfr. J. AUTHERS, *The Fearful Rise of Markets: Global Bubbles, Synchronized Meltdowns, and How To Prevent Them in the Future*, New Jersey, 2010; si v. anche G. MORGENSON, *How Mr. Volcker Would Fix It*, in *The New York Times*, 22 October 2011.

²⁷ Sugli sforzi delle associazioni di rappresentanza nel preservare la doppia natura dei fondi monetari cfr. B. WILCOX VOLZ, *Floating asset values might sink market*, in *Financial Times*, 1 August 2010, in cui si riporta, per esempio, le richieste allora avanzate dal *US Chamber of Commerce*, dal *National Association of Corporate Treasurers*, dall'*Association for Financial Professionals* e, infine dal *Financial Executives International* alla SEC e al Dipartimento del tesoro statunitense affinché venisse preservata la natura «stable» dei fondi monetari. La richiesta in esame veniva giustificata, tra l'altro, sulla base del convincimento che una modifica amministrativa della struttura dei fondi monetari avrebbe creato una lacuna nel mercato dei capitali difficilmente colmabile mediante altre soluzioni di mercato; in senso conforme v. anche M. FETTING, *Not the time to meddle with money market funds*, in *Financial Times*, 15 February 2011.

²⁸ S. JOHNSON, *Opposition to floating NAV*, in *Financial Times*, 9 January 2011.

tradizionali, da un lato, e fondi monetari, dall'altro, la SEC ha deciso, piuttosto, di adottare un approccio prudenziale *sui generis* in grado di soddisfare le peculiarità proprie insite nell'agire dei fondi comuni di investimento, apprestando all'uopo dei meccanismi legali coerenti con le esigenze di tutela presenti nel mercato mobiliare²⁹.

Senonché, la nuova regolamentazione dei fondi monetari non comportava, ovviamente, soltanto benefici, ma anche costi di varia natura, sia interni alla *governance* dei fondi in esame, che esterni per il sistema economico generale. Quanto ai primi, si può affermare che gli sforzi di *compliance* che i gestori dei fondi monetari dovevano eseguire al fine di uniformarsi alle novità disciplinari si risolvevano in un aumento consistente degli oneri di gestione³⁰: i controlli da apprestare affinché le politiche di investimento fossero rispettose degli innumerevoli limiti imposti, e la triplicazione degli obblighi di diffusione al pubblico di informazioni rilevanti (non più trimestrale, bensì mensile) rappresentavano, a tal riguardo, due esempi emblematici. A monte di queste problematiche vi era, inoltre, la questione legata alla difficoltosa ricerca di strumenti finanziari realmente compatibili (c.d. *eligible liabilities*) con le nuove politiche di investimento imposte dalle disposizioni della *Rule 2a-7*. I criteri prudenziali di selezione delle attività finanziarie acquistabili dai gestori di tali fondi, evocativamente paragonati dagli operatori del settore a delle «giacche strette», si risolvevano, infatti, in una riduzione della platea degli strumenti del mercato monetario in cui i primi erano legittimati a investire. In tale contesto, ci si chiedeva quindi se il mercato di riferimento avrebbe continuato a rappresentare un ambiente compatibile con le ragioni di profitto storicamente pretese dai fondi monetari al fine di sopravvivere alla pressione concorrenziale³¹.

²⁹ In senso conforme cfr. J. CURRY, C. CHEETHAM, T. BARKER, *Run risk in Money Market Funds*, in HSBC Working Paper, 2011, documento disponibile al seguente indirizzo: <http://graphics8.nytimes.com/packages/pdf/business/HSBCCNAVandVNAV-RunRiskinMMFs.pdf>.

³⁰ P. DAVIS, *Fears rise that financial reform is harming US business*, in *Financial Times*, 7 August 2011.

³¹ J. COTTERILL, *Decline and fall (of ratings lift)*, in *Financial Times*, 28 May 2010; C. FLOOD, *Gold ETPs shine amid market volatility*, in *Financial Times*, 1 July 2010.

In riferimento, invece, ai costi esterni, era stato in più occasioni rilevato come le limitazioni operativi così imposte ai fondi monetari riducessero, di fatto, la quantità e, soprattutto, la qualità delle esternalità positive prodotte da questi ultimi a beneficio dell'economia reale³². A titolo esemplificativo, l'imposizione di percentuali elevate di titoli aventi scadenza giornaliera o settimanale, ovvero l'obbligo di investire soltanto in strumenti finanziari dotati di *rating* primario, sebbene in grado di alleviare il rischio di liquidità di un fondo monetario, riducevano, tuttavia, la quantità del patrimonio disponibile verso l'acquisto di titoli a breve termine emessi da una quota importante di società presenti sul mercato³³. Come noto, fin dalla loro apparizione sul mercato dei capitali, i fondi monetari hanno costituito un fattore di crescita sia per gli investitori in generale, sia per le società emittenti titoli di debito. Per i primi, i fondi monetari hanno rappresentato, da un lato, uno strumento di gestione della liquidità maggiormente remunerativo rispetto ai depositi bancari, e, dall'altro, un'opzione di investimento in grado di «democratizzare» i benefici dell'esenzione fiscale riconosciuti in caso di acquisto di titoli emessi dagli enti pubblici locali (id est, *municipalities* e *local governments*)³⁴. Le imprese commerciali, invece, hanno tratto beneficio dai fondi monetari principalmente sotto il versante dei costi di finanziamento: in particolare, la competizione sviluppatasi nell'offerta di credito tra banche e fondi

³² Sulla riduzione dei livelli di finanziamento garantiti in passato dai fondi monetari cfr. D. MCCRUM, *Focus turns to US money market funds*, in *Financial Times*, 7 August 2011, dove si pone l'accento, in particolare, sulle conseguenze prodotte nel tessuto economico dalla spinta all'accumulazione di disponibilità liquide.

³³ Sulle implicazioni negative di rating sub-ottimali per le banche che in passato beneficiavano di finanziamenti da parte dei fondi monetari e che, invece, in virtù delle nuove disposizioni normative non sarebbero state in grado di emettere titoli acquistabili da questi ultimi cfr. T. ALLOWAY, *Credit rating cliff risk*, in *Financial Times*, 10 February 2010; A. VAN DUYN, F. GUERRERA, *US banks fear Dodd bill*, in *Financial Times*, 19 April 2010.

³⁴ Z. POZSAR, *Institutional Cash Pools and the Triffin Dilemma of the U.S. Banking System*, in *IMF Working Paper*, WP/11/190, August 2011, documento disponibile al seguente indirizzo: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Institutional-Cash-Pools-and-the-Triffin-Dilemma-of-the-U-S-25155>, p. 16, in cui si rileva, per esempio, l'importanza strategica dei fondi monetari nel ridurre il c.d. «*risk management*» connesso alla gestione di disponibilità liquide superiori alla soglia garantita dai meccanismi pubblici di assicurazione dei depositi bancari.

monetari aveva ridotto il tasso di interesse che le società emittenti titoli dovevano corrispondere sui finanziamenti a breve termine. Nel ridurre la libertà di movimento dei fondi monetari, la riforma avanzata dalla Commissione rischiava, quindi, di annullare gli effetti positivi che fino a quel momento tali fondi avevano prodotto nel tessuto economico americano³⁵. Conseguenze non dissimili derivavano dal rispetto delle soglie di durata residua media – contrattuali e non – del patrimonio di un fondo monetario che, come affermato sopra, venivano fissate dall'ultima versione della *Rule 2a-7*, rispettivamente, in 120 e 60 giorni³⁶. A tal proposito, l'evidenza empirica aveva rilevato come in seguito all'entrata in vigore della normativa in esame i fondi monetari statunitensi avessero sostanzialmente ridotto i rapporti di credito con le banche europee³⁷, passando, in particolare, dalla concessione di finanziamenti aventi scadenza mensile alla fornitura esclusivamente di c.d. *overnight funding*, ossia prestiti aventi un orizzonte temporale limitato a pochi giorni (non superiore in media a sette giorni)³⁸. In particolare, secondo i dati di mercato relativi ai fondi monetari statunitensi gestiti da *Credit Suisse*, alla fine del mese di ottobre 2011, circa il 54 per cento delle esposizioni di patrimonio verso cambiali finanziarie emesse da banche francesi avevano una scadenza non superiore ad una settimana³⁹. La situazione che si poteva manifestare era rappresentata, in altri termini, dal rischio che l'alterazione di mercato prodotta dalla riforma in esame potesse compromettere, da un punto di vista quantitativo, la mole di finanziamenti a breve termine storicamente offerte

³⁵ R. POZEN, T. HAMACHER, *Don't hobble money market funds*, in *Financial Times*, 19 June 2011.

³⁶ J. COTTERILL, *Beware the ideo of money funds, Libor*, in *Financial Times*, 25 May 2010, in cui si affermava a tal proposito che le modifiche della *Rule 2a-7*, riducendo l'offerta di liquidità storicamente promanante dai fondi monetari, avevano in un certo qual modo condotto ad un aumento dei tassi di interesse richiesti nell'ambito di operazioni di finanziamento.

³⁷ N. COHEN, B. MASTERS, *Lending to eurozone banks falls sharply*, in *Financial Times*, 29 April 2011.

³⁸ R. MILNE, M. MACKENZIE, D. OAKLEY, *Investors doubt central bank rally will last*, in *Financial Times*, 15 September 2011; T. ALLOWAY, R. WIGGLESWORTH, D. OAKLEY, *US funds slash exposure to European banks*, in *Financial Times*, 22 September 2011.

³⁹ C. GARCIA, *The flight and plight of US Money Market Funds*, in *Financial Times*, 23 November 2011, laddove veniva sottolineato come qualche mese precedente tale percentuale si attestasse solamente al 7 per cento del patrimonio complessivo.

dai fondi monetari a favore degli operatori economici desiderosi di usufruire di risorse monetarie alternative al credito bancario e, sotto il versante qualitativo, il grado di resilienza di questi fondi all'emersione di situazioni di illiquidità⁴⁰.

Un altro effetto negativo indotto dalla nuova disciplina dei fondi monetari era costituito dalla diffusione di perplessità sulla sostenibilità economica della nuova riforma, alla luce in particolare della probabile riduzione del margine di profitto che i fondi in esame avrebbero potuto ottenere *pro-futuro* dall'offerta sul mercato del servizio di gestione collettiva del risparmio⁴¹. Più esattamente, ci si domandava se il restringimento della libertà operativa goduta in passato dai gestori dei fondi monetari non potesse, in concreto, compromettere il grado di appetibilità di tali fondi, fino al punto di minacciarne la capacità stessa di sopravvivenza⁴². A ben vedere, i nuovi limiti imposti alla possibilità di investire in strumenti finanziari aventi una scadenza superiore ad un anno, nel ridurre conseguentemente il tasso di rendimento ottenibile dal patrimonio gestito in monte, potevano incentivare i vecchi quotisti dei fondi monetari a investire le rispettive disponibilità liquide in altri strumenti finanziari maggiormente redditizi⁴³, ovvero in veicoli di investimento meno regolamentati⁴⁴. Qualora

⁴⁰ B. WILCOX, *Migration to bond funds boosts Pimco and Vanguard*, in *Financial Times*, 2 May 2010, secondo il quale nel corso del 2010 i fondi monetari avevano perso circa 900 miliardi di dollari, passando da un totale di attività finanziarie gestite aventi un valore pari circa a 3.800 miliardi a 2.900 miliardi di dollari; in senso conforme si v. anche A. SAKOUI, N. BULLOCK, *Rally has junk trading at close to face value*, in *Financial Times*, 2 May 2010.

⁴¹ In tema di *appeal* dei fondi monetari in caso di riforme normative incisive cfr. D. MCCRUM, T. BRAITHWAITE, S. NASIRIPOUR, *Money market funds resist SEC's tighter grip*, in *Financial Times*, 8 November 2011; D.B. HENRIQUES, *Money Funds Could Face More Changes*, in *The New York Times*, 7 January 2012.

⁴² S. ANDERSON, *Money funds remain key despite the exodus*, in *Financial Times*, 28 February 2010; T. ALLOWAY, *Those flatlining money market funds*, in *Financial Times*, 10 May 2011.

⁴³ S. JOHNSON, *Money market fund preferences are shifting*, in *Financial Times*, 14 February 2010, in cui si indica, come alternativa al deposito di disponibilità liquide in fondi comuni di investimento, l'investimento in conti separati (c.d. *customised segregated account*), opzione di investimento allora non sottoposta ai requisiti di liquidità previsti invece per le soluzioni di gestione collettiva del risparmio.

⁴⁴ P. SKIPALA, *Future of money funds in question*, in *Financial Times*, 12 December 2010, la quale rileva come la ricerca di alternative di mercato ai fondi monetari statunitensi avrebbe potuto

quest'ultimo comportamento fosse stato replicato da un numero consistente di investitori, i corollari di una tale tendenza sarebbero stati rappresentati: (i) da una progressiva e inevitabile perdita di importanza dei fondi monetari; (ii) da una «migrazione» dei rischi finanziari insiti in tali fondi in altri segmenti del mercato dei capitali maggiormente opachi e, soprattutto, privi di una disciplina prudenziale⁴⁵. A sostegno di queste preoccupazioni si poteva prendere come paradigma di riferimento l'esperienza del fondo *Dreyfus Institutional Reserves Money Fund*: sulla base della documentazione inviata alla SEC durante il 2011, era infatti emerso che, in assenza di una copertura dei costi di gestione da parte della società controllante (*Dreyfus Corporation*), il rendimento offerto da questo fondo monetario sarebbe stato nettamente inferiore rispetto alle prestazioni garantite in passato e, in determinati casi, addirittura negativo. Oltre alla presenza di saggi di interessi pressoché nulli, da un punto di vista eziologico, la gestione sostanzialmente in perdita del fondo *Dreyfus* trovava, invero, fondamento nella composizione del portafoglio titoli gestito in monte. Nello specifico, l'esigenza di assumere politiche di investimento conformi alla nuova *Rule 2a-7* aveva costretto gli amministratori del fondo in esame a ridurre sia la scadenza media, sia l'esposizione del patrimonio complessivo verso i contratti pronto termine, e ciò a prescindere dall'eventuale presenza di garanzie finanziarie a sostegno delle attività finanziarie acquistate⁴⁶. Una situazione simile si rinveniva anche nel fondo monetario gestito dalla società di intermediazione mobiliare *Charles Schwab* la quale, al fine di evitare la produzione di tassi di interesse negativi, durante la

favorire, da un lato, lo sviluppo di altre tipologie di fondi di investimento (c.d. *enhanced cash funds*), e, dall'altro, «l'emigrazione» di flussi di capitali verso sistemi giuridico-economici *off-shore*.

⁴⁵ Dopo aver raggiunto il picco di circa 4 trilioni di dollari gestiti all'inizio del 2009, in seguito alle modifiche normative, i fondi monetari avevano registrato un calo del patrimonio gestito di circa un terzo, attestandosi a 2,8 trilioni di dollari di attività finanziarie in bilancio: cfr. in tal senso M. MACKENZIE, *Tighter rules hit money market funds*, in *Financial Times*, 27 May 2010.

⁴⁶ I. KAMINSKA, *Peering into a US money market fund*, in *Financial Times*, 1 September 2011, in cui si rileva a tal proposito che nel 2011 l'esposizione generale del fondo *Dreyfus* verso i *repurchase agreements* era passata dal 9 all'1,2 per cento del patrimonio gestito in monte.

vigenza del bilancio d'esercizio relativo al 2011, aveva deciso di rinunciare alla riscossione di circa 160 milioni di dollari in commissioni di gestione⁴⁷.

Parte della dottrina affermava, inoltre, come la nuova *Rule 2a-7* presentasse lacune per quanto concerneva la regolamentazione del sostegno esterno ai fondi monetari⁴⁸. In seguito al crollo del *Primary fund*, l'evidenza empirica aveva, infatti, sottolineato come circa il 16 per cento dei fondi monetari allora attivi sul mercato statunitense avessero ricevuto sostegni finanziari da parte delle rispettive società controllanti. Seppur essenziali per scongiurare «default di massa», questi aiuti esterni avevano, però, indirettamente alimentato l'assunzione di comportamenti eccessivamente rischiosi: la maggior parte dei fondi sovvenzionati avevano, invero, accumulato in portafoglio strumenti del mercato monetario che si erano rivelati alquanto pericolosi (c.d. *asset-backed commercial paper*)⁴⁹. La circostanza di poter fare affidamento sulle disponibilità finanziarie delle società *sponsor* in caso di difficoltà economica aveva, in altri termini, rappresentato una potente spinta psicologica per i gestori dei fondi monetari a privilegiare l'acquisto di strumenti finanziari di dubbia qualità. Accanto alla produzione di comportamenti «azzardati», si affermava inoltre che la pratica del supporto esterno, essendo priva di una disciplina di riferimento in grado di stabilire casi e modalità di esecuzione, non era in grado di assurgere allo *status* di soluzione giuridica a cui fare comunque riferimento in caso di turbolenza finanziaria. Di qui, la critica alla scelta della Commissione statunitense di non aver voluto prendere posizione su un tema così importante per la stabilità dei fondi monetari, preferendo lasciare alla discrezionalità delle singole società-madri l'opportunità di sostenere esternamente fondi monetari in difficoltà⁵⁰.

Nonostante le criticità sopra indicate, si può comunque affermare che le prime modifiche introdotte dalla SEC circa l'operato dei fondi monetari hanno

⁴⁷ T. DEMOS, *Schwab sees mixed third quarter*, in *Financial Times*, 17 October 2011.

⁴⁸ P. E. MCCABE, *The Cross Section of Money Market Fund Risks and Financial Crises*, in Finance and Economics Discussion Series, Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board, Washington, D.C., 2010, documento disponibile al seguente indirizzo: <https://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2010/201051/201051pap.pdf>.

⁴⁹ T. ALLOWAY, *Money market funds meet moral hazard*, in *Financial Times*, 23 September 2010.

⁵⁰ P. E. MCCABE, *The Cross Section of Money Market Fund Risks and Financial Crises*, cit., p. 35.

rappresentato una misura di politica legislativa sulla cui necessità risulta difficile esprimere *a posteriori* un giudizio negativo. I fallimenti della regolazione messi a nudo dalla crisi finanziaria⁵¹ necessitavano di una risposta normativa che, attraverso l'imposizione di comportamenti maggiormente virtuosi, fosse in grado di prevenire ulteriori effetti sistemici deleteri per il corretto operare del sistema economico, e ciò anche a costo di rendere, nel breve periodo, il sistema finanziario complessivamente meno appetibile in termini di ricavi ottenibili.

2. Le linee guida del CESR sulla definizione europea di fondo monetario del 2010

Per quanto concerne il mercato unico europeo, nel maggio del 2010 il *Committee of European Securities Regulators* (di seguito per brevità «CESR»), organismo di regolamentazione finanziaria in seguito sostituito dall'*European Securities and Markets Authority* (ESMA), nel fare proprie le istanze di riforma del settore monetario avanzate da vari gruppi di interesse, ha pubblicato delle *Guidelines* su una comune definizione europea di fondo monetario⁵². Le ragioni sottostanti alla pubblicazione di questo documento trovavano fondamento in due criticità nella salvaguardia della sfera giuridica degli investitori europei che erano emerse nel mercato monetario in conseguenza della crisi statunitense dei mutui *subprime*. In primo luogo, le linee guida del CESR ambivano a risolvere il nodo dell'assenza di una sorta di minimo comune denominatore nel contesto euro-unitario in tema di fondi monetari: come indicato nel primo capitolo, mentre alcuni Stati membri avevano provveduto negli anni a elaborare sia una nozione specifica di fondo monetario, sia una disciplina prudenziale di riferimento (Francia, Irlanda, Lussemburgo), altri ordinamenti nazionali avevano preferito

⁵¹ Sui fallimenti della regolazione finanziari pre-crisi 2008 cfr. M. CLARICH, *Populismo, sovranismo e Stato regolatore: verso il tramonto di un modello?*, in *Rivista della regolazione*, fasc. 1, 2018, p. 7.

⁵² Cfr. COMMITTEE OF EUROPEAN SECURITIES REGULATORS, *CESR's Guidelines on a common definition of European money market funds*, Ref: CESR/10-049, maggio 2010, documento disponibile al seguente indirizzo: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/10049_cesr_guidelines_mmfs_with_disclaimer.pdf.

lasciare all'auto-regolamentazione il compito di fissare limiti all'agire di tali fondi (Gran Bretagna), ovvero si erano astenuti dal normare specificamente il fenomeno in esame (Italia). A prescindere dalle differenze di merito, la diversità di approcci nazionali si risolveva, in ogni caso, in un'oggettiva incertezza circa il perimetro esatto della definizione di fondo monetario⁵³. In tale contesto, il *vulnus* all'integrità del mercato era, quindi, rappresentato dal fatto che alcuni fondi di investimento, pur perseguendo una politica di investimento «non conservativa», potevano usare a proprio vantaggio le aporie definitorie allora presenti per assumere artatamente la dicitura di fondo monetario, con ciò ledendo l'eventuale affidamento riposto dal pubblico degli investitori sulla relativa sicurezza insita nella qualificazione utilizzata⁵⁴. In secondo luogo, il Comitato europeo aveva deciso di intervenire sulla questione definitoria dei fondi monetari anche al fine di migliorare il grado di consapevolezza del pubblico dei risparmiatori circa le differenze di base sussistenti tra l'investimento in quote di fondi di investimento di tipo aperto e la stipula di un contratto di deposito bancario⁵⁵. La somiglianza strutturale e funzionale tra queste due soluzioni di gestione della liquidità aveva, in effetti, spinto il CESR a intervenire sulla questione definitoria dei fondi monetari allo scopo di porre maggiormente in luce i rischi insiti in questo settore del mercato finanziario. Questo aspetto risultava particolarmente importante nell'ottica di tutela dell'investitore, soprattutto *retail*, in quanto il contratto di deposito bancario, sebbene a una prima analisi affine alle caratteristiche rinvenibili nelle quote di partecipazione a un fondo monetario, risulta

⁵³ J. CURRY, C. CHEETHAM, T. BARKER, C. MARTIN, *Liquidity Fee. A proposal to reform money market funds*, HSBC Working Paper, 2011, documento disponibile al seguente indirizzo: <http://graphics8.nytimes.com/packages/pdf/business/HSBCLiquidityFeeReformIdea.pdf>.

⁵⁴ COMMITTEE OF EUROPEAN SECURITIES REGULATORS, *CESR's Guidelines on a common definition of European money market funds*, cit., p. 3, laddove si cita come esempio emblematico la figura dei fondi monetari definiti dalla prassi «enhanced».

⁵⁵ *Ibidem*, laddove il CESR afferma testualmente che «*specific disclosure should be required to draw attention to the difference between the money market fund and investment in a bank deposit. It should be clear, for example, that an objective to preserve capital is not a capital guarantee*».

radicalmente differente da quest'ultimo per quanto concerne la finalità economico-giuridica sottesa alla stipula dello stesso⁵⁶.

Invero, con la sottoscrizione di quote di partecipazione a un fondo monetario, il quotista si aspetta di usufruire di uno strumento finanziario che (i) tende a mantenere un valore nominale stabile; (ii) può essere prontamente liquidabile su base giornaliera. A ben vedere, queste caratteristiche si rinvengono *mutatis mutandis* anche nel contratto di deposito bancario, in cui, come affermato dall'art. 1834 del nostro Codice civile, il risparmiatore trasferisce alla banca la proprietà di una determinata somma, acquisendo al contempo il diritto di riottenere la stessa somma (c.d. *tantundem eiusdem*) alla scadenza del termine pattuito in contratto, ovvero a richiesta del depositante⁵⁷. Sicché, appare chiaro come in entrambi i casi citati emergano i due requisiti della stabilità del valore nominale delle somme trasferite e della restituzione a vista delle disponibilità liquide in precedenza trasferite. In tale quadro, anche al fine di evitare la confusione che si era ingenerata nel pubblico tra le due opzioni di gestione della liquidità surriferite, il CESR aveva ritenuto opportuno emanare delle specifiche linee guida sulla nozione euro-unitaria di fondo monetario, in cui venisse sottolineato, da un lato, le peculiarità di funzionamento proprie di quest'ultimo

⁵⁶ Come noto, il deposito bancario soddisfa un'esigenza primaria di custodia di somme liquide del pubblico dei risparmiatori (v. sul punto le seguenti decisioni dell'Arbitro Bancario Finanziario: ABF Milano, n. 9064/2015; ABF Napoli, n. 1329/2015; ABF Roma, n. 1143/2013), mentre l'investimento in quote di un fondo comune di investimento, essendo un servizio di investimento, viene concluso allo scopo precipuo di mettere a disposizione dell'economia reale capitali da sfruttare in chiave produttiva.

⁵⁷ La giurisprudenza maggioritaria considera il deposito bancario un tipico contratto di impresa, animato da profili speculativi e di durata, finalizzato ad assicurare al risparmiatore la permanente disponibilità della somma trasferita alla banca: cfr., *ex multis*, Cass., 20 gennaio 2012 n. 788, secondo cui «nel deposito bancario, negozio complesso nel quale l'interesse della banca alla raccolta e alla gestione del risparmio concorre con quello del privato alla custodia e alla remuneratività delle somme, l'obbligo restitutorio della banca sorge (salvo il caso di previsione di un termine convenzionale di scadenza del contratto) solo a seguito della richiesta del cliente, quale condizione di esigibilità del credito del medesimo»; in senso conforme si esprimono anche i vari Collegi dell'Arbitro Bancario Finanziario: cfr. ABF Roma, decisioni n. 229/2011 n. 232/2011; 703/2012; 1217/2012; 1543 del 2013.

intermediario finanziario rispetto alle altre soluzioni di investimento presenti sul mercato unico europeo e, dall'altro, i rischi a ogni modo sottesi al possesso di quote di partecipazione a un fondo comune di investimento⁵⁸.

Ciò posto, in via preliminare le *Guidelines* in esame ritenevano prioritario suddividere la famiglia dei fondi monetari in due sub-categorie che, in base alla natura delle politiche di investimento storicamente perseguite, avevano presentato logiche di funzionamento differenti: a) fondi monetari *a breve termine*; b) fondi monetari *standard*⁵⁹. Più esattamente, sebbene entrambi i tipi di fondo monetario testé richiamati avessero come «oggetto sociale» unitario la conservazione del valore del patrimonio gestito e l'offerta di rendimenti in linea con il mercato monetario, la differenza di fondo si doveva rinvenire nella modulazione del grado di intensità dei vincoli operativi che il CESR aveva ritenuto conveniente adottare per disciplinare le due *species* di fondo monetario. Il divario normativo era, in particolare, focalizzato sulla minore durata residua contrattuale media (c.d. Weighted Average Life, WAL) e durata residua media (c.d. Weighted Average Maturity, WAM) propria del portafoglio titoli dei fondi monetari *a breve termine*, pari rispettivamente a 120 e a 60 giorni, rispetto ai fondi monetari *standard*, il cui patrimonio gestito in monte non poteva, invece, superare il corrispondente tetto massimo di 360 e 180 giorni. L'enfasi posta sull'elemento temporale del portafoglio titoli si giustificava con l'intento normativo di diffondere presso il

⁵⁸ Il CESR riteneva di fondamentale importanza porre l'accento sul fatto che l'aspettativa dell'investitore in quote di un fondo monetario di godere di un valore nominale stabile nel tempo non era ricompresa in alcun schema di assicurazione obbligatoria pubblico e/o privato, ma risiedeva esclusivamente nell'abilità del gestore del fondo di amministrare in maniera prudente e adeguata le risorse ad esso affidate. L'obiettivo dei fondi monetari di offrire un'opzione di investimento dotata di stabilità nominale e in linea con i tassi del mercato monetario rappresentava, in effetti, un impegno non coperto da alcun meccanismo di garanzia pubblica e/o privata. Questa caratteristica rappresentava, in sintesi, il *discrimen* tra fondi monetari e istituti bancari, atteso che i contratti di deposito da questi ultimi offerti beneficiavano dei vari meccanismi di assicurazione obbligatori *ex lege* previsti dagli ordinamenti nazionali: cfr. per quanto riguarda il nostro sistema giuridico il Fondo di tutela interbancario previsto dagli artt. 96 e ss. del Testo Unico Bancario.

⁵⁹ COMMITTEE OF EUROPEAN SECURITIES REGULATORS, *CESR's Guidelines on a common definition of European money market funds*, cit., p. 4.

pubblico dei risparmiatori consapevolezza sul grado di rischio insito nei fondi monetari: se, da un lato, l'investimento nei fondi monetari *a breve termine* costituiva un'alternativa dotata di una correlazione rischio-rendimento relativamente bassa, dall'altra, i fondi monetari *standard*, nel godere di un margine di manovra sicuramente più ampio dei primi, rappresentavano, invece, una tipologia di investimento della liquidità monetaria avente un rischio di credito e di mercato più accentuato. In effetti, la nomea di soggetti attivi del risparmio gestito a basso tasso di rischio aveva indiscriminatamente incentivato anche in Europa la falsa equazione in base al quale l'investimento in strumenti del mercato monetario equivalesse alla detenzione di denaro contante. Da qui, la necessità del regolatore europeo di diffondere presso i risparmiatori interessati a investire nel mercato monetario la circostanza che l'investimento in fondi monetari, pur dotato di una spiccata avversione al rischio, non era comunque esente dalle insidie presenti nel mercato finanziario e, pertanto, non poteva essere parificato alla mera detenzione di liquidità monetaria⁶⁰.

Prima di entrare nel merito delle raccomandazioni, il CESR aveva ritenuto adeguato fornire una definizione unitaria anche dei fondi monetari «constant Nav», ossia dei fondi che, a prescindere dalla fisiologica fluttuazione della valutazione degli strumenti finanziari negoziati nei mercati mobiliari, si impegnavano a mantenere il valore nominale delle quote pari ad una misura convenzionale di riferimento (un dollaro, un euro, una sterlina)⁶¹. A giudizio del Comitato europeo, questo «ambizioso» obiettivo veniva reso possibile grazie a due espedienti pacificamente utilizzati nel settore di riferimento, ossia il reinvestimento pressoché immediato dei ricavi derivanti dalla gestione del

⁶⁰ Ivi, p. 7, punto settimo, laddove si affermava che i gestori dei fondi monetari, nel diffondere informazioni al pubblico circa il rapporto rischio-rendimento dei fondi gestiti, dovevano indicare espressamente ogni rischio legato alla strategia di investimento intrapresa. Nello specifico, la *disclosure* delle informazioni avrebbe dovuto spiegare in maniera chiara e comprensibile le implicazioni dell'investimento in quote di partecipazione al fondo monetario individuato, sottolineando per esempio l'orizzonte temporale del portafoglio gestito, le tipologie di strumenti finanziari acquistabili, nonché l'eventuale assunzione di strategie di investimento aventi profili di rischio non comuni.

⁶¹ Ivi, p. 5.

risparmio e la valutazione degli *asset* in portafoglio al costo ammortizzato. Nello specifico, quanto al primo aspetto, i fondi monetari a NAV costante erano inclini a sfruttare quotidianamente le disponibilità liquide in entrata sottoscrivendo nuove quote, ovvero erogando dividendi ai quotisti; l'immediato reimpiego delle risorse liquide ottenute dall'attività di intermediazione consentiva, infatti, di neutralizzare le eventuali perdite in conto capitale che si potevano registrare nel valore di mercato dei titoli presenti in portafoglio, con ciò stabilizzando il valore di mercato delle quote di partecipazione a un fondo monetario. In riferimento, invece, al metodo di valutazione al costo ammortizzato, tale tecnica contabile consentiva di iscrivere in bilancio le attività finanziarie al loro costo di acquisto, aggiornando periodicamente il valore così registrato – attraverso il processo tecnico-contabile di ammortamento – fino alla data contrattuale di scadenza degli strumenti finanziari in tal modo iscritti in bilancio. Questo espediente contabile, evitando di considerare la volatilità propria del prezzo di mercato dei valori mobiliari, rappresentava l'altro principale aspetto in grado di assicurare – seppur artificialmente – la stabilità del valore patrimoniale netto dei fondi monetari⁶².

Le tecniche di stabilizzazione in esame, benché lineari dal punto di vista teorico, non erano tuttavia in grado di assicurare, in ogni circostanza, una esaustiva salvaguardia delle aspettative di mantenimento dell'integrità patrimoniale dei fondi monetari. Questi ultimi, infatti, agivano in un contesto

⁶² Senonché, considerato che tale tecnica di valutazione poteva alimentare eventuali discrepanze tra il valore contabile di un'attività finanziaria in tal modo iscritta in bilancio e il reale valore di mercato della stessa, il metodo di valutazione al costo ammortizzato era stato costantemente soggetto a delle limitazioni: cfr. sul punto COMMITTEE OF EUROPEAN SECURITIES REGULATORS, *CESR's Guidelines Concerning Eligible Liabilities for Investment by UCITS*, Ref: CESR/07-044, marzo 2007, documento reperibile al seguente indirizzo: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/07_044.pdf laddove si era posto l'accento, tra l'altro, sull'esigenza di effettuare controlli temporanei sia del valore di mercato di uno strumento finanziario, sia del valore calcolato mediante la tecnica del costo ammortizzato, al fine di accertare: (i) se erano presenti discrepanze tra i risultati espressi dalle due tecniche di valutazione in esame; (ii) se l'entità dell'eventuale discrepanza indicata nel punto precedente fosse sostanziale. In caso di integrazione dell'ipotesi indicata nel secondo punto, il CESR raccomandava i gestori di patrimoni di attivarsi prontamente allo scopo di rendere la situazione contabile rappresentata nel bilancio più conforme alla realtà circostante.

economico-giuridico in cui l'offerta di un valore costante delle quote andava a cozzare con i postulati dell'evidenza empirica: a ben considerare, i fondi monetari, a differenza del settore bancario tradizionale, non rientravano nel campo di applicazione di alcun programma di garanzia pubblica finalizzato a tutelare i quotisti in caso di incapienza del fondo di appartenenza. In particolare, in presenza del *default* di un emittente i cui titoli erano stati sottoscritti da un fondo monetario, i quotisti di quest'ultimo potevano veder compromesso il valore del proprio investimento, senza poter al contempo richiedere coattivamente il reintegro nelle proprie ragioni creditorie, ovvero fare affidamento sulle risultanze contabili derivanti dall'applicazione del metodo del costo ammortizzato⁶³.

In tale contesto, al fine di porre rimedio alle lacune normative sopra indicate, le linee guida del CESR provvedevano a disciplinare, *in primis*, i fondi monetari *a breve termine*, elencando a tal proposito tredici raccomandazioni che i gestori di tali fondi avrebbero dovuto rispettare onde utilizzare legittimamente la prima qualifica di fondo monetario⁶⁴. In particolare, nelle prime tre raccomandazioni venivano brevemente richiamate le caratteristiche di base dei fondi in esame, ossia l'obiettivo di mantenere stabile il valore del patrimonio raccolto in monte, l'investimento esclusivo in strumenti del mercato monetario, l'offerta di rendimenti in linea con il mercato monetario e, ovviamente, la limitazione all'acquisto di titoli dotati di elevata qualità. Dalla quarta raccomandazione, invece, si entrava più nel dettaglio della disciplina, ponendo l'accento su aspetti come le modalità in base al quale stabilire il grado di qualità delle attività finanziarie ammissibili, i limiti alla durata temporale del portafoglio e, in generale, le politiche di investimento perseguibili.

Quanto alla valutazione delle attività, con la quarta raccomandazione il CESR imponeva⁶⁵ ai gestori dei fondi monetari *a breve termine* di tener conto, in primo luogo, dei rating forniti dalle agenzie di *rating* esterne, abilitando i primi a

⁶³ COMMITTEE OF EUROPEAN SECURITIES REGULATORS, *CESR's Guidelines on a common definition of European money market funds*, cit., p. 5.

⁶⁴ Ivi, p. 7.

⁶⁵ Si ritiene importante rilevare come il carattere cogente delle disposizioni in esame potesse essere desunto dall'utilizzazione del verbo «*must*», cioè la forma verbale tipicamente utilizzata nella lingua inglese per l'imposizione di comportamenti obbligatori.

investire il patrimonio raccolto in monte soltanto in titoli che avessero una delle due più elevate valutazioni di mercato (ossia le c.d. *triple A*)⁶⁶. Secondariamente, qualora uno strumento finanziario non fosse stato oggetto di una valutazione creditizia esterna, il CESR non lo escludeva a priori dalle possibilità di acquisto di un fondo monetario *a breve termine*, tuttavia condizionava il suo investimento al compimento di una valutazione creditizia interna che attestasse comunque una qualità creditizia elevata⁶⁷. In altri termini, l'intento del Comitato europeo sembrava quello di basarsi primariamente sui *rating* rilasciati da soggetti esterni, consentendo metodologie di valutazione creditizia interna soltanto nel caso in cui la prima opzione non fosse concretamente praticabile. Nel commentare tale raccomandazione, il CESR affermava in ogni caso che, a prescindere dalla fonte da cui promanavano le valutazioni creditizie, il management di un fondo monetario *a breve termine* si doveva ritenere comunque responsabile per i *rating* creditizi degli strumenti finanziari detenuti in portafoglio. In particolare, i gestori del fondo avevano l'onere di monitorare costantemente il profilo di liquidità e la natura delle classi di appartenenza delle attività finanziarie acquistate⁶⁸; la valutazione degli *asset* in portafoglio non doveva, invero, essere relegata alla fase di acquisto degli stessi, bensì doveva essere svolta su base continua. In tal modo, si tendeva a garantire che il portafoglio titoli di un fondo monetario *a breve*

⁶⁶ Ivi, p. 8, n. 4 e p. 9, *Explanatory Text* n. 11, in base al quale i due più alti *rating* del credito a breve termine dovevano essere intesi come le due più alte valutazioni della scala del *rating* adottata dalle agenzie competenti. Si ritiene degno di nota rilevare come tale primo orientamento non sarà di fatto seguito dal legislatore europeo che, con l'emanazione del regolamento europeo n. 1131/2017, imporrà ai gestori dei fondi monetari di preferire l'utilizzazione delle valutazioni creditizie interne (c.d. *rating* interni), consentendo la consultazione delle valutazioni condotte dalle agenzie specializzate soltanto qualora la prima opzione non sia concretamente praticabile.

⁶⁷ Ivi, p. 9, *Explanatory Text*, n. 12 secondo il quale la conduzione della valutazione creditizia interna doveva essere perseguita ai sensi della Direttiva 2009/65/EC concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari, e in particolare, delle disposizioni aventi ad oggetto i requisiti organizzativi, i conflitti di interesse, la conduzione dell'attività di impresa, la gestione del rischio e il contenuto del contratto di deposito stipulato tra la società di gestione e la banca depositaria.

⁶⁸ Ivi, p. 8, *Explanatory Text* n. 8.

termine fosse sempre conforme alle direttive impartite dal CESR, agevolando, in caso di emersione di una situazione di disallineamento normativo, l'attivazione tempestiva di specifici rimedi⁶⁹.

In riferimento alla durata temporale del portafoglio, le linee guida in esame contenevano ben cinque raccomandazioni che abbracciavano svariati aspetti cronologici delle attività finanziarie detenibili in portafoglio dai fondi monetari *a breve termine*. Più precisamente, la raccomandazione n. 5 imponeva ai gestori di tali fondi di investire il patrimonio esclusivamente in strumenti del mercato monetario aventi una scadenza massima non superiore a 397 giorni⁷⁰; le raccomandazioni n. 7 e 8 fissavano un tetto alla durata residua media (c.d. *Weighted Average Maturity* o WAM) e alla durata residua contrattuale media (c.d. *Weighted Average Life* o WAL) del portafoglio titoli pari, rispettivamente, a 60 e 120 giorni⁷¹; la raccomandazione n. 9 precisava le modalità di calcolo della durata residua contrattuale media, con riferimento, in particolare, sia agli strumenti finanziari semplici (*plain vanilla*), sia ai titoli contenenti un'opzione *put*⁷²; infine, la raccomandazione n. 10 imponeva ai gestori dei fondi in esame di considerare, ai fini del calcolo della WAL e WAM, il peso specifico degli strumenti finanziari derivati e dei contratti di deposito presenti in portafoglio, nonché gli effetti derivanti dalle tecniche di gestione del patrimonio⁷³. Sicché, nel calcolare l'orizzonte temporale di un portafoglio titoli, il CESR considerava fondamentale tener conto del lasso di tempo occorrente prima della scadenza legale di un determinato strumento finanziario, atteso che quest'ultima veniva pacificamente

⁶⁹ Ivi, p. 9, *Explanatory Text*, n. 11.

⁷⁰ Ivi, p. 8, n. 5 e *Explanatory Text*, p. 9, n. 13.

⁷¹ Ivi, p. 8, n. 7 e 8.

⁷² Ivi, p. 8, n. 9 ed *Explanatory Text*, p. 9, n. 16, in cui si precisava che nel caso in cui uno strumento finanziario avesse incorporato un'opzione *put*, il termine contrattuale di esercizio di tale opzione poteva essere utilizzato, ai fini del calcolo della WAL, in alternativa alla scadenza residua legale, in presenza delle seguenti condizioni: (i) l'opzione *put* poteva essere esercitata liberamente dal gestore del fondo monetario alla data indicata nel contratto; (ii) il costo di esercizio dell'opzione *put* (c.d. *strike price*) era simile al valore atteso dello strumento finanziario a cui l'opzione stessa si riferiva; (iii) la strategia di investimento del fondo faceva presumere che ci fosse un'ampia probabilità che l'opzione *put* venisse esercitata alla scadenza contrattuale pattuita.

⁷³ Ivi, p. 8, n. 10.

considerata come l'unico punto di riferimento temporale valido a certificare la data in cui i gestori dei fondi monetari avrebbero potuto riottenere il capitale e gli interessi indicati nei contratti di acquisto degli strumenti finanziari. Tuttavia, al fine di ottenere una valutazione del portafoglio più aderente alla prassi finanziaria, nelle linee guida veniva posto l'accento anche su altri fattori che, in aggiunta alla scadenza ordinaria dei titoli, potevano dare risalto ai rischi di credito e di interesse assunti dai fondi monetari *a breve termine*. In tal senso, poteva essere spiegato il riferimento alla necessità di considerare, tra le altre cose, la diversità ontologica dei vari strumenti presenti in portafoglio (prodotti strutturati⁷⁴, contratti derivati, strumenti del mercato monetario semplici), la presenza di opzioni *put*, ovvero le strategie di gestione del rischio assunte dal gestore del fondo⁷⁵.

Infine, per quanto concerneva le politiche di investimento perseguibili, le linee guida del CESR imponevano il rispetto di quattro ulteriori raccomandazioni affinché un gestore potesse commercializzare presso il pubblico un fondo monetario *a breve termine*. In primo luogo, la raccomandazione n. 6 stabiliva che questi fondi, in virtù della loro specializzazione nell'acquisto di strumenti del mercato monetario altamente liquidi, dovessero quotidianamente pubblicare il valore patrimoniale netto del fondo e fornire agli investitori il servizio di entrata/uscita⁷⁶. In secondo luogo, la raccomandazione n. 11 imponeva ai gestori

⁷⁴ Secondo l'*Explanatory Text* n. 9 delle linee guida in esame, il CESR considerava di primaria importanza condurre una *due diligence* dei prodotti finanziari strutturati che facesse emergere i specifici rischi legati a tali soluzioni di investimento, le informazioni sulle attività finanziarie sottostanti e sulle entità coinvolte e il sistema normativo di riferimento.

⁷⁵ Ivi, *Explanatory Text*, p. 10, nn. 19 e 20 in cui veniva posta in risalto l'importanza per il *management* di un fondo monetario *a breve termine* di controllare tempestivamente qualsivoglia mutazione del livello di rischio connesso ai mercati valutari, al merito creditizio dei titoli in portafoglio, al tasso di interesse e alla liquidità di portafoglio.

⁷⁶ Ivi, p. 8, n. 6, ed *Explanatory Text*, p. 9, n. 15, in cui si precisava che i fondi monetari non-UCITS commercializzati attraverso sistemi di risparmio dedicati ai lavoratori dipendenti (c.d. *employee savings scheme*) potessero, in alternativa ai rimborsi su base giornaliera, offrire opportunità di sottoscrizione e/o riscatto delle rispettive quote con scadenza settimanale. Questa eccezione trovava fondamento nel fatto che tali fondi, sebbene investissero il patrimonio in strumenti del mercato monetario, non effettuavano investimenti sulla base di un'ottica a breve termine, tenendo conto di una visione di lungo termine.

dei fondi monetari a breve termine di non assumere esposizioni, dirette o indirette, nei confronti dei titoli azionari o delle materie prime, vietando in tali casi anche il ricorso a strumenti derivati. Questi ultimi potevano, infatti, essere sottoscritti dai gestori dei fondi in esame soltanto se compatibili con la strategia di investimento in strumenti del mercato monetario e, in ogni caso, per finalità di copertura del rischio di cambio. Parallelamente a questi ultimi divieti, la raccomandazione n. 11 stabiliva, inoltre, che l'investimento in titoli aventi valuta estera (c.d. *non-base currency securities*) fosse condizionato all'assunzione di accorgimenti mirati a cautelare il patrimonio gestito in monte avverso la volatilità della valuta estera a cui ci si era esposti⁷⁷. In terzo luogo, la raccomandazione n. 12 limitava ulteriormente la libertà di investimento dei fondi monetari *a breve termine*, affermando che tali fondi potevano investire in quote di partecipazione ad altri fondi di investimento soltanto se questi ultimi, a loro volta, fossero fondi monetari *a breve termine*⁷⁸. In altri termini, il CESR aveva presunto *ex ante* la non compatibilità tra le esigenze di liquidità dei fondi in esame e l'investimento in altri veicoli di investimento che, pur essendo sottoposti a normative prudenziali invadenti, non fossero soggetti agli stessi limiti operativi imposti ai primi. Infine, nell'ultima raccomandazione relativa ai fondi monetari *a breve termine* veniva dichiarato che questi fondi, in considerazione dei limiti rigorosi alla libertà di impresa a cui gli stessi erano sottoposti, potevano costituirsi sia nella forma di fondi a NAV costante, sia nella veste di fondi a NAV variabile⁷⁹. Invero, la

⁷⁷ Ivi, p. 8, n. 11 ed *Explanatory Text*, p. 10, n. 18, secondo il quale in caso di titoli denominati in valuta estera, il gestore del fondo monetario a breve termine doveva indicare nel prospetto informativo relativo al fondo da esso gestito tutti i rischi legati a tali strumenti finanziari, con particolare riferimento al rischio di mutamento del tasso di interesse relativo al mercato estero della valuta richiamata nel titolo.

⁷⁸ Ivi, p. 8, n. 12.

⁷⁹ Ivi, p. 8, n. 13 ed *Explanatory Text*, p. 10, nn. 21 e 22. Come ricordato in precedenza, un fondo avente valore patrimoniale netto per quota variabile (c.d. fondi a NAV variabile) non si impegna a mantenere costante il valore delle proprie quote, bensì lascia che il prezzo di tali quote venga determinato dal mercato, ossia dall'incontro tra la domanda e l'offerta delle attività finanziarie detenute in portafoglio (c.d. *market value*). Più esattamente, in conformità con il meccanismo di computo delle quote imperante nel settore della gestione collettiva del risparmio, i fondi a NAV variabile utilizzano come metodo di conteggio del valore delle proprie quote il rapporto tra il

ristretta durata temporale del portafoglio titoli di un fondo monetario a breve termine, riducendo la possibilità che variazioni del tasso di interesse producessero effetti negativi sul valore patrimoniale netto, veniva ritenuta compatibile con la gravosa promessa di stabilità nominale del capitale fatta propria dai gestori dei fondi a NAV costante.

Quanto ai fondi comuni monetari di tipo *standard*, invece, oltre a richiamare le principali disposizioni fornite per i fondi comuni *a breve termine*⁸⁰, il Comitato europeo imponeva il rispetto di ulteriori sei raccomandazioni aventi ad oggetto il metodo di valutazione delle quote, la politica di investimento perseguibile e la durata massima del portafoglio titoli⁸¹.

In particolare, quanto al metodo di valutazione delle quote, secondo la raccomandazione n. 3, i fondi monetari *standard* dovevano assumere obbligatoriamente la forma di fondi a NAV variabile, in quanto la maggiore rischiosità del portafoglio titoli dei fondi in esame rispetto ai fondi monetari *a breve termine* veniva considerata *ipso iure* incompatibile con la promessa di restituire 100 centesimi per ogni euro inizialmente raccolto. A ben vedere, la maggiore fluttuazione dei tassi di interesse insita negli strumenti finanziari aventi una scadenza superiore a 356 giorni, rendendo statisticamente possibili modificazioni materiali del valore nominale dei titoli interessati, veniva considerata dal CESR un elemento non conciliabile con le caratteristiche proprie dei fondi a NAV costante⁸².

valore di mercato delle attività in portafoglio diviso il numero delle quote di partecipazione al fondo in circolazione. La dicitura NAV variabile deriva dal fatto che il valore delle quote, dipendendo in concreto dall'andamento dei prezzi dei titoli in portafoglio, difficilmente assume connotati stabili nel tempo.

⁸⁰ In particolare, secondo la raccomandazione n. 1 relativa ai fondi monetari *standard*, questi ultimi dovevano rispettare le disposizioni previste per i fondi *a breve termine* che riguardavano, a vario titolo, la qualità creditizia delle attività in portafoglio, la possibilità di entrata e fuoriuscita quotidiana dal fondo, il calcolo dei parametri temporali dei titoli detenibili in portafoglio e le limitazioni circa la tipologia di strumenti finanziari acquistabili (titoli azionari, materie prime, derivati per finalità speculative).

⁸¹ COMMITTEE OF EUROPEAN SECURITIES REGULATORS, *CESR's Guidelines on a common definition of European money market funds*, cit., p. 11.

⁸² Ivi, *Explanatory Text*, p. 12, n. 27.

Per quanto concerneva la durata massima del portafoglio titoli, la raccomandazione n. 4 statuiva in primo luogo che i fondi monetari *standard* erano legittimati a investire il proprio patrimonio soltanto in attività finanziarie: (i) aventi un orizzonte temporale non superiore a due anni; (ii) le cui tempistiche previste per l'eventuale revisione del tasso di interesse fossero inferiori o almeno pari a 397 giorni⁸³. In secondo luogo, le raccomandazioni n. 5 e n. 6 stabilivano che un fondo monetario *standard* potesse avere una durata residua media (c.d. WAM) non superiore a sei mesi e una durata residua contrattuale media (c.d. WAL) non superiore a dodici mesi⁸⁴.

Infine, con riferimento alla politica di investimento perseguibile, il CESR prevedeva due ulteriori raccomandazioni che andavano parzialmente a derogare alla disciplina dettata per i fondi monetari *a breve termine*. Innanzitutto, la raccomandazione n. 2 consentiva ai fondi monetari *standard* di investire il patrimonio gestito in monte non soltanto in strumenti finanziari dotati dei *rating* del credito più elevati, ma anche a favore di titoli governativi dotati di una valutazione creditizia leggermente inferiore (c.d. qualità «*investment grade*»), cioè titoli con un rating pari a BBB- con riferimento alla dicitura utilizzata da *Standard&Poor's* e *Fitch*, ovvero Baa3 in caso di valutazione eseguita da *Moody's*)⁸⁵. Secondariamente, la raccomandazione n. 7 escludeva l'investimento in altri veicoli di gestione collettiva del risparmio, prevedendo all'uopo la possibilità per i gestori dei fondi monetari *standard* di acquistare soltanto quote di partecipazioni emesse, appunto, da fondi monetari *a breve termine* o *standard*⁸⁶.

⁸³ Ivi, p. 11, n. 4 ed Explanatory Text, p. 12, n. 26.

⁸⁴ Ivi, p. 11, nn. 5 e 6.

⁸⁵ Ivi, p. 11, n. 2 secondo il quale, in tal caso, per titoli governativi si dovevano intendere strumenti del mercato monetario emessi e/o garantiti da un'Autorità governativa statale o locale, ovvero da una Banca centrale nazionale, dalla Banca centrale europea, dalla Banca per gli investimenti europei e, in generale, da un'Istituzione dell'Unione europea; v. anche *Explanatory Text*, p. 11, n. 25 laddove si affermava che l'eccezione prevista a favore degli strumenti del mercato monetario pubblici si giustificava con l'opportunità di tener conto, da un lato, delle esigenze di determinate giurisdizioni nazionali le quali basavano il loro finanziamento prevalentemente mediante strumenti del debito a breve termine, e dall'altro, della propensione di determinati fondi monetari a essere attivi in via prioritaria nell'acquisto di titoli provenienti dal settore pubblico.

⁸⁶ Ivi, p. 11, n. 7.

Come nel caso dei fondi monetari *a breve termine*, quindi, anche la tipologia di fondo monetario in esame non poteva diversificare il proprio patrimonio investendo in titoli emessi da altre tipologie di fondo comune di investimento, bensì doveva impegnarsi ad acquistare soltanto quote di partecipazione emesse da organismi di investimento collettivo del risparmio appartenenti alla stessa *species*.

L'importanza della riforma in esame venne inizialmente oscurata dalla crisi che il settore europeo dei fondi monetari stava attraversando in quel periodo. Se in conseguenza del panico diffusosi in seguito ai fatti dell'autunno 2008 i fondi monetari erano stati individuati come una sorta di bene rifugio in cui «parcheggiare» il proprio denaro, nel solo corso del 2010 il settore di riferimento registrò una fuoriuscita di liquidità pari circa a 116 miliardi di euro. Il tasso di interesse sui titoli a breve termine era talmente vicino allo zero che la maggioranza degli investitori europei aveva, infatti, deciso di fuoriuscire dai fondi monetari, impiegando le risorse monetarie in tal modo riottenute in attività più redditizie⁸⁷. Secondo l'*European Fund and Asset Management Association* (Efama), l'associazione di rappresentanza dei fondi di investimento europei, peraltro, le difficoltà economiche del settore non si dovevano imputare esclusivamente alle modeste opportunità di guadagno offerte dal mercato monetario, ma anche alla mole delle iniziative regolamentari assunte dal legislatore europeo in seguito alla crisi finanziaria del 2008. In particolare, veniva affermato che la quantità⁸⁸ e qualità delle riforme del mercato finanziario proposte e/o emanate erano state ideate con troppa rapidità, senza porre nel merito adeguata attenzione agli effetti che tali disposizioni avrebbero potuto avere sul tessuto economico europeo⁸⁹.

Sotto altro versante, si era affermato, però, che le nuove regole predisposte dal CESR sulla definizione e, soprattutto, disciplina dei fondi monetari europei

⁸⁷ S. JOHNSON, *Fund investors target equity markets*, in *Financial Times*, 20 February 2011; D. MCCRUM, *BlackRock profit boosted by rising equities*, in *Financial Times*, 21 April 2011.

⁸⁸ E. KELLEHER, *Sterling funds boost likely*, in *Financial Times*, 24 April 2011, in cui si affermava che l'Efama aveva calcolato circa più di 25 proposte di riforma europee e statunitensi che, se fossero entrate in vigore, avrebbero potuto avere un impatto notevole sull'industria del risparmio gestito.

⁸⁹ R. MILNE, *Investors alarmed over EU reform process*, in *Financial Times*, 21 March 2011.

dovevano essere considerate come un motivo di celebrazione, almeno nella misura in cui queste ultime rappresentavano un primo passo necessario verso una regolamentazione internazionale finalmente uniforme dei fondi in esame, non limitata cioè al contesto euro-unitario, ma avente un raggio di azione pan-regionale⁹⁰. A ben considerare, le raccomandazioni del Comitato europeo avevano preso come modello di riferimento la riforma adottata negli Stati Uniti dalla SEC mediante la modifica della sopra citata *Rule 2a-7* dell'*Investment Company Act* del 1940. Anzi, disposizioni come quelle sulla qualità creditizia dei titoli in cui un fondo monetario era legittimato a investire, sui limiti temporali del portafoglio titoli gestito in monte e, più in generale, sulla tipologia di attività finanziarie ammissibili rappresentavano una mera trasposizione della regolamentazione statunitense nel contesto del mercato unico europeo. In tale quadro, considerata la vocazione naturalmente internazionale del mercato finanziario, nonché la profonda interconnessione tra gli intermediari finanziari americani ed europei⁹¹, questa scelta di politica normativa non poteva quindi che essere accolta con favore. Il settore dei fondi monetari europei, del resto, fin dalla sua emersione durante gli anni Ottanta del secolo scorso, era stato costretto ad operare in un contesto normativo assai frastagliato che impediva, da un lato, la creazione di quelle condizioni necessarie all'instaurazione di un ambiente realmente competitivo, e dall'altro, l'emersione di un livello minimo di tutela della sfera giuridica dell'investitore interessato ad acquistare quote di un fondo monetario.

⁹⁰ E. KELLEHER, *Kathleen Hughes: money market saleswoman plans tactics*, in *Financial Times*, 4 September 2011.

⁹¹ Un esempio in tal senso era rappresentato dall'allora crisi del debito sovrano europeo che aveva indotto gli intermediari finanziari statunitensi (banche di investimento e fondi monetari) a non rinnovare rapporti di finanziamento consolidati con le rispettive controparti europee: cfr. in tal senso M. MURPHY, J. THOMPSON, *BNP Paribas races to avoid downgrade*, in *Financial Times*, 14 September 2011; T. ALLOWAY, R. WIGGLESWORTH, *US money funds cut European bank lending*, in *Financial Times*, 20 October 2011; G. BOWLEY, *Worries Grow About Breadth of Debt Crisis*, in *The New York Times*, 16 June 2011, secondo il quale circa il 44 per cento delle attività finanziarie gestite dai fondi monetari erano allora costituite da strumenti finanziari emessi dalle banche europee.

Il nuovo quadro normativo consentiva, invece, ai soggetti variamente interessati di fare affidamento su una base normativa unica il cui carattere cogente permetteva elevati livelli di salvaguardia sia delle ragioni imprenditoriali, sia del patrimonio investito dal pubblico dei risparmiatori. In particolare, con riferimento ai primi, è indubbio che, in primo luogo, l'aver definito chiaramente cosa si dovesse intendere per fondo monetario precludeva l'assunzione di quei comportamenti di concorrenza sleale che in passato avevano permesso a determinati soggetti di presentarsi sul mercato con la qualifica di fondo monetario pur non avendo, in concreto, i caratteri costitutivi di tali fondi, ma beneficiando ugualmente della reputazione di questi ultimi. In secondo luogo, i gestori dei fondi monetari europei potevano finalmente usufruire di un campo da gioco livellato in cui tutti i fondi avrebbero potuto operare ad armi pari, senza subire le conseguenze negative rappresentate da regolamentazioni nazionali che, al fine esclusivo di tutelare i c.d. «campioni nazionali», ledevano il corretto operare delle logiche di mercato sottese a un sistema di mercato aperto alla concorrenza. Quanto alla posizione degli investitori, la nuova regolamentazione in tema di fondi monetari, se letta in chiave unitaria, rappresentava un vero e proprio argine all'assunzione di comportamenti spregiudicati da parte dei gestori di tali fondi: a titolo esemplificativo, le limitazioni imposte alle politiche di investimento, nel precludere l'investimento in prodotti finanziari rischiosi, servivano proprio a evitare una lesione dell'integrità patrimoniale del valore delle quote diffuse presso il pubblico. In senso conforme dovevano essere lette anche le raccomandazioni che imponevano l'acquisto di titoli dotati di elevata qualità e con un orizzonte temporale a breve e/o a brevissimo termine. In effetti, le disposizioni che limitavano l'assunzione di rischi finanziari eccessivi, oltre a ristabilire adeguati livelli di fiducia nei confronti dell'industria del risparmio gestito, avevano come fine precipuo quello di tutelare le disponibilità monetarie dagli investitori destinate all'acquisto di quote di partecipazione a fondi monetari.

Ovviamente, come riferito per la riforma dei fondi monetari d'oltreoceano, le linee guida del CESR non assicuravano soltanto benefici per il settore di riferimento, ma anche costi di varia natura. Peraltro, la sostanziale omogeneità delle disposizioni europee qui esaminate con la modifica della *Rule 2a-7* adottata

dalla SEC all'inizio del 2010 legittima un rinvio a quanto indicato nel paragrafo precedente in tema di effetti negativi della riforma statunitense. In tale sede è opportuno ribadire che i principali rischi allora legati alla conformazione dei fondi monetari europei alle nuove disposizioni prudenziali erano riconducibili, dal punto di vista degli equilibri di settore, alla perdita di quote di mercato a favore di intermediari finanziari non regolamentati, e, per quanto riguardava il sistema economico in generale, alla possibilità che operatori economici (banche e società commerciali) che in passato avevano fatto, a vario titolo, affidamento sul finanziamento a breve termine offerto dai fondi monetari si ritrovassero improvvisamente un supporto di liquidità inadeguato alle proprie esigenze. Più esattamente, si affermava, in primo luogo, che le limitazioni della libertà operativa dei fondi monetari, se non inserite all'interno di un quadro di riforma complessiva del mercato finanziario, avrebbero semplicemente spinto gli investitori a rivolgersi ad altri intermediari finanziari meno regolamentati, frustrando così il pur lodevole obiettivo legislativo di ristabilire adeguati livelli di integrità del mercato. Il rischio che veniva paventato era, infatti, quello di una sorta di riedizione del sistema bancario ombra che si era sviluppato vertiginosamente agli inizi degli anni 2000, in cui il *gap* tra domanda di servizi finanziari avanzata dagli investitori e offerta garantita dagli istituti di credito tradizionali era stato colmato, appunto, da nuovi, ma soprattutto discutibili, intermediari finanziari⁹². In secondo luogo, si rilevava che la revisione del *modus operandi* dei fondi monetari così strutturata potesse compromettere la viabilità di un veicolo di investimento che, fin dalla sua costituzione, aveva assunto i connotati di un'alternativa alle banche tradizionali nella funzione di erogazione di servizi finanziari a favore di risparmiatori-persone fisiche, imprese commerciali e pubbliche amministrazioni⁹³. Sebbene una risposta regolatoria avverso le fragilità manifestate da tali fondi era considerata pressoché imprescindibile, dall'altro lato ci si preoccupava del fatto che la profondità dell'intervento normativo assunto dal Comitato europeo, nella misura in cui limitava minuziosamente le politiche di investimento perseguibili

⁹² Z. POZSAR, *Institutional Cash Pools and the Triffin Dilemma of the U.S. Banking System*, cit., p. 17.

⁹³ R. POZEN, *Don't hobble money market funds*, cit.

dai gestori, potesse inficiare il ruolo di finanziamento svolto fino a quel momento dai fondi monetari a favore dell'economia reale⁹⁴.

Una criticità propria della riforma del CESR era, invece, quella di aver soprasseduto a determinati aspetti della disciplina dei fondi monetari che, forse, avrebbero meritato fin da subito un'attenzione particolare⁹⁵. A differenza della normativa introdotta dalla SEC, infatti, nel caso delle linee guida sulla nozione di fondo monetario europeo non erano presenti disposizioni riguardanti, per esempio, temi fondamentali come gli obblighi di diffusione di informazioni rilevanti sulla composizione del portafoglio, la cooperazione tra *management* dei fondi e autorità di vigilanza, la predisposizione di periodici *stress-test* avverso ipotetici scenari di mercato avversi e, infine, il mancato approntamento di meccanismi giuridici da attivare in situazione di crisi del fondo. La prima risposta europea alle peculiarità dei fondi monetari mancava, in altri termini, di quella sistematicità che, viceversa, il regolatore americano aveva mostrato di avere con la pubblicazione delle modifiche alla *Rule 2a-7* dell'*Investment Company Act*. Sebbene le lacune richiamate potessero essere colmate dall'interprete mediante un'applicazione estensiva delle disposizioni adottate dal legislatore europeo in tema di organismi di investimento collettivo del risparmio (*id est*, direttiva UCITS), tuttavia, le peculiarità proprie dei fondi monetari avrebbero comunque richiesto un intervento regolamentare *ad hoc* in grado di rendere quest'ultimo settore maggiormente resiliente a contesti di mercato imprevedibili.

Ad ogni modo, la sensibilizzazione degli investitori europei perseguita dal CESR avverso i rischi correlati alla sottoscrizione di quote di partecipazione a un fondo monetario doveva essere salutata positivamente. Al riguardo, degna di particolare menzione era la felice intuizione del Comitato europeo di suddividere il settore di riferimento in due tipologie di fondi aventi caratteristiche di rischio-rendimento parzialmente diversificate. Questa precisazione consentiva, infatti, di far emergere fin da subito, prima ancora cioè della diffusione di un prospetto informativo, che i fondi monetari non erano delle soluzioni di gestione della

⁹⁴ S. JOHNSON, R. SULLIVAN, *Protection of money market investors at risk*, in *Financial Times*, 5 September 2010.

⁹⁵ J. CURRY, C. CHEETHAM, T. BARKER, *Run risk in Money Market Funds*, cit., p. 1.

liquidità «*risk-free*», bensì dei veri e propri fondi di investimento, il cui patrimonio era soggetto ai noti rischi di credito, mercato, liquidità e di mutamento del tasso di interesse tipici del mercato mobiliare. In tale quadro, diveniva quindi pressoché impossibile il manifestarsi di distorsioni cognitive che legittimassero i risparmiatori a dolersi della confusione tra acquisto di quote di partecipazione a un fondo monetario, da un lato, e stipula di contratti di mera conservazione della liquidità, dall'altro.

Dal punto di vista dell'applicazione pratica, benché le raccomandazioni del CESR sarebbero dovute entrare in vigore lo stesso giorno fissato per la trasposizione della Direttiva 2009/65/CE (c.d. Direttiva UCITS)⁹⁶, imponendo in particolare a tutti i fondi monetari costituiti dopo il 1° luglio 2011 di conformarsi alle disposizioni prudenziali indicate in tale documento, dalla *peer review* condotta dall'ESMA nel 2013 era emerso che diversi Stati membri non avevano provveduto a modificare la disciplina interna in tema di fondi monetari in conformità alle indicazioni emanate sul punto dal Comitato europeo⁹⁷. Sicché, anche per tale motivo, il contesto di riferimento necessitava dell'intervento di ulteriori regolamentazioni internazionali in grado di fare maggiore chiarezza sulla disciplina applicabile ai fondi monetari, in parte attraverso l'individuazione di ulteriori disposizioni maggiormente condivise dai vari gruppi di interesse, e,

⁹⁶ L'art. 116 della direttiva in esame stabiliva che gli Stati membri avrebbero dovuto applicare la normativa in essa prevista a decorrere dal 1° luglio 2011.

⁹⁷ EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY, *ESMA Peer Review – Money Market Fund Guidelines*, 15 April 2013, n. prot. ESMA/2013/476; nello specifico, la revisione in esame era stata condotta in due fasi distinte: nel primo *step* gli Stati membri avevano risposto ad un questionario relativo all'applicazione delle raccomandazioni CESR sulla definizione di fondo monetario all'interno del proprio ordinamento giuridico, mentre nella seconda fase era stata condotta la c.d. *peer review* vera e propria, ossia la comparazione delle attività di recepimento descritte dagli Stati membri con la normativa di riferimento. Quanto al merito, dal *report* in esame era emerso che solo 14 Stati membri avevano trasposto le linee guida del CESR all'interno del rispettivo ordinamento giuridico in maniera vincolante, mentre sei Stati membri avevano proceduto al recepimento mediante atti avente valore non legislativo. Al di là della modalità di conformazione dell'ordinamento interno alle disposizioni del CESR, l'ESMA aveva, altresì, rilevato che alla data di scadenza per l'attuazione delle Linee guida sulla nozione di fondo monetario, ben dieci Stati membri erano rimasti inattivi.

d'altra parte, mediante la predisposizione di strumenti giuridici che, sulla scia dell'indirizzo normativo indicato in prima battuta dal CESR, fossero dotati di maggiore coerenza.

3. Raccomandazioni del FSB sul sistema bancario ombra

Sulla scorta delle iniziative di riforma internazionali dedicate al mercato finanziario, il 27 ottobre 2011 il *Financial Stability Board* (FSB)⁹⁸, in risposta agli inviti espressi dal G20 di Seoul (2010) e di Cannes (2011), ha intrapreso un lavoro di studio incentrato sulla logica di funzionamento sottesa al c.d. *shadow banking system*, intendendo con tale termine quel segmento del mercato finanziario che, svolgendo una funzione di intermediazione creditizia esterna al circuito bancario, veniva convenzionalmente definito «in ombra» rispetto agli operatori economici tradizionali⁹⁹. Nel compiere tale ricerca, il FSB partiva dalla considerazione che nel recente passato il sistema bancario ombra, in virtù di caratteristiche sia endogene che esogene, era assunto al rango di fonte di rischio sistemico per il sistema finanziario nel suo complesso¹⁰⁰. In particolare, quanto all'aspetto endogeno, si affermava che il sistema bancario ombra, nella misura in cui veniva coinvolto nella delicata funzione di trasformazione delle scadenze, risultava sottoposto allo stesso rischio di corsa agli sportelli (c.d. *run risk*) tipico del comparto bancario tradizionale. Di conseguenza, in caso di crisi di fiducia nei

⁹⁸ Il Financial Stability Board, organismo globale costituito dal G20 di Londra del 2009 in sostituzione del *Financial Stability Forum*, è un'autorità di vertice della regolamentazione finanziaria che ha come mandato istituzionale quello di incentivare la creazione di un contesto disciplinare adeguato a preservare la stabilità e la trasparenza finanziaria: cfr. London Summit, *Declaration on strengthening the Financial System*, 2 April 2009, così come citato nello Statuto del FSB, reperibile al seguente indirizzo: <http://www.g20.utoronto.ca/2009/2009ifi.html>; sul punto v. anche T. BRAITHWAITE, B. MASTERS, J. GRANT, *Financial regulation: A shield asunder*, in *Financial Times*, 19 May 2011.

⁹⁹ FINANCIAL STABILITY BOARD, *Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation. Recommendations of the Financial Stability Board*, 27 October 2011, documento disponibile al seguente indirizzo: https://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_111027a.pdf, p. 1, laddove si afferma testualmente che «The “shadow banking system” can broadly be described as “credit intermediation involving entities and activities outside the regular banking system».

¹⁰⁰ K. MACKENZIE, *The FSB shopping list*, in *Financial Times*, 19 July 2011.

confronti dell'intermediazione non-bancaria, le probabili richieste collettive di fuoriuscita da tale settore, nel ridurre il livello di liquidità fruibile sul mercato, avrebbero prodotto delle esternalità deleterie per il corretto funzionamento dell'intermediazione creditizia¹⁰¹. In riferimento, invece, all'aspetto esogeno, il Consiglio per la stabilità finanziaria riteneva che un fattore di rischio ulteriore fosse rappresentato dall'intensità dei rapporti di finanziamento esistenti tra lo *shadow banking system* e il comparto bancario «regolare». L'interconnessione tra queste entità, se avente ad oggetto plurimi rapporti di credito-debito, poteva amplificare notevolmente gli effetti di eventuali situazioni di crisi interessanti un singolo settore, trasformando, in particolare, criticità di natura endemica in eventi a rilevanza intersoggettiva, la cui intensità risultava direttamente proporzionale alla lunghezza e/o opacità delle catene di intermediazione in tal guisa costituite¹⁰². Quest'ultimo aspetto, a giudizio del FSB, riguardava in particolar modo i fondi monetari: «*[...]there may also be important links on the liabilities side, as banks may be funded by entities which form part of the shadow banking system (e.g., money market funds). Thus, it is also important to examine connections between non-bank and bank activities*»¹⁰³.

Invero, la centralità della regolamentazione dei fondi monetari nel contesto del sistema bancario ombra emergeva in due passaggi chiave delle raccomandazioni in esame. Il FSB aveva, anzitutto, ritenuto necessario istituire una specifica area di ricerca, denominata simbolicamente «*The regulatory reform of money market funds*», il cui compito istituzionale sarebbe stato quello di esaminare dettagliatamente le iniziative regolatorie dedicate, appunto, a una riforma internazionale dei fondi monetari. In considerazione della specificità del tema, il Consiglio per la stabilità finanziaria aveva, però, deciso di non affrontare direttamente questo compito, bensì di delegarlo all'*International Organization of Securities Commissions* (IOSCO), organismo globale dedito al coordinamento delle regolamentazioni nazionali del mercato mobiliare, il quale, a sua volta,

¹⁰¹ FINANCIAL STABILITY BOARD, *Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation. Recommendations of the Financial Stability Board*, cit., p. 1

¹⁰² Ivi, p. 2.

¹⁰³ Ivi, p. 3.

avrebbe dovuto comunicare al primo le rispettive raccomandazioni entro il 2012¹⁰⁴. In secondo luogo, il FSB ha ritenuto di non spogliarsi completamente della possibilità di esprimere delle proprie valutazioni sulla regolamentazione dei fondi monetari, apprestando all'uopo delle proposte disciplinari in grado di risolvere esternalità e rischi sollevati da tali fondi¹⁰⁵. In particolare, nella raccomandazione n. 5, il Consiglio per la stabilità finanziaria aveva espresso il convincimento di rafforzare ulteriormente le riforme inizialmente adottate al fine di limitare l'assunzione di rischi eccessivi da parte dei fondi monetari. Nel procedere in tal senso, tuttavia, il FSB si domandava se i legislatori regionali avrebbero dovuto scegliere di prendere posizione su temi divisivi come: (i) il passaggio obbligatorio di tutti i fondi monetari alla forma c.d. «a NAV variabile», con ciò escludendo a priori la possibilità di offrire sul mercato fondi aventi un valore delle quote fissato convenzionalmente a un dollaro e/o un euro; (ii) ovvero, il mantenimento della dicotomia fondi a NAV variabile – fondi a NAV costante, a condizione, però, che questi ultimi adottassero requisiti di capitale e di liquidità stringenti.

Secondo la posizione del Consiglio per la stabilità finanziaria, la scelta tra le varie opzioni concretamente praticabili doveva, in ogni caso, prendere come punti di riferimento alcuni aspetti di base imprescindibili come il ruolo dei fondi monetari nell'offerta di finanziamento a breve termine, il rapporto trilaterale tra caratteristiche dei fondi monetari, rischio sistemico e peculiarità normative a livello nazionale, l'esperienza maturata durante la crisi finanziaria dell'autunno del 2008, le iniziative disciplinari adottate e l'iniziale impatto dalle stesse avuto sul tessuto economico di riferimento, nonché la convenienza/opportunità tra

¹⁰⁴ Ivi, p. 4. In aggiunta al filone di ricerca sui fondi monetari, il FSB aveva istituito altre quattro macro-aree che avrebbero dovuto coprire quattro ulteriori aspetti del sistema bancario ombra, ossia la regolamentazione: (i) dei rapporti giuridico-economici tra istituti di credito tradizionali e *shadow banking entities*, affidata al *Basel Committee on Banking Supervision*; (ii) di altri intermediari finanziari «ombra», affidata ad una Task Force del FSB; (iii) di alcuni aspetti delle cartolarizzazioni, affidata in coordinamento al *Basel Committee* e all'IOSCO; (iv) infine, delle operazioni di prestito titoli (*securities lending*) e dei contratti pronti contro termine (*repos*), delegata ad un'altra Task Force del FSB.

¹⁰⁵ Ivi, p. 20.

l'adozione di un approccio basato su principi generali condivisi a livello internazionale, ovvero l'opzione verso una riforma costituita in prevalenza da normative di dettaglio¹⁰⁶. Alla luce di quanto precede, il FSB raccomandava all'IOSCO di intraprendere una revisione delle potenziali opzioni di riforma dei fondi monetari che potessero in concreto attenuare la propensione di tali fondi alla manifestazione di rischi sistemici, proponendo, se del caso, ulteriori misure regolatorie rispetto a quelle attualmente in vigore a livello regionale¹⁰⁷.

Le raccomandazioni del FSB rappresentavano un ulteriore tassello verso l'obiettivo di stimolare i legislatori nazionali ad affrontare in maniera più incisiva il nodo regolatorio dei fondi monetari¹⁰⁸. Sebbene privo di forza cogente, il Consiglio per la stabilità finanziaria godeva, infatti, di quell'autorevolezza (c.d. *moral suasion*) necessaria a convincere gli addetti ai lavori dell'importanza strategica legata all'ulteriore messa in sicurezza dei fondi monetari¹⁰⁹: secondo il giudizio di alcuni osservatori, infatti, le lacune normative emerse in questo settore dopo lo scoppio della crisi finanziaria del 2008 dovevano ancora essere risolte nella loro interezza, atteso che le riforme europee e statunitensi *pro-tempore* adottate non erano ancora in grado di evitare il diffondersi di situazioni di panico deleterie per il corretto funzionamento del mercato finanziario¹¹⁰. Invero, si sosteneva che i fondi monetari dovessero costituire oggetto di ulteriori approfondimenti in quanto intermediari finanziari che, da un lato, eseguivano attività di trasformazione del denaro raccolto a breve termine in strumenti finanziari aventi un orizzonte temporale più ampio (c.d. trasformazione delle scadenze)¹¹¹ e, dall'altro lato, potevano rapidamente destabilizzare il settore

¹⁰⁶ *Ibidem*.

¹⁰⁷ *Ivi*, p. 21.

¹⁰⁸ B. MASTERS, *Turner calls for radical action on shadow banking*, in *Financial Times*, 14 March 2012.

¹⁰⁹ H. DAVIES, *Financial reform*, in *Financial Times*, 28 January 2011.

¹¹⁰ B. MASTERS, J. GRANT, *Finance: Shadow boxes*, in *Financial Times*, 2 February 2011.

¹¹¹ B. MASTERS, *Regulators peer into financial shadows*, in *Financial Times*, 18 November 2012; G.T. SMITH, *FSB Urges Tough New Rules on 'Shadow Banks'*, in *The Wall Street Journal*, 18 November 2012.

finanziario in caso di vendita massiva di attività finanziarie in portafoglio allo scopo di raccogliere liquidità di emergenza (c.d. *fire sales*)¹¹².

Il coinvolgimento del FSB in tema di fondi monetari consentiva, peraltro, di poter manifestare un cauto ottimismo nel raggiungimento di un livello di cooperazione internazionale necessario a: (i) controllare efficientemente le operazioni transfrontaliere intraprese da tali fondi; e (ii) vigilare sull'emersione di eventuali situazioni di arbitraggio regolamentare¹¹³ in cui, come noto, i rischi finanziari non scompaiono, bensì tendono semplicemente a migrare verso angoli del sistema finanziario meno regolamentato¹¹⁴. Il Consiglio per la stabilità finanziaria, composto allora da rappresentanti delle Banche centrali nazionali, Ministri delle finanze, e componenti della Commissione europea, Fondo Monetario Internazionale e Banca Mondiale, rappresentava, forse, il migliore attore sulla scena internazionale a poter assicurare quel «*level playing field*» normativo all'interno del settore dei fondi monetari che le riforme sopra ricordate non erano riuscite a integrare¹¹⁵.

4. Raccomandazioni dell'IOSCO sui fondi comuni monetari

In considerazione del mandato ricevuto dal FSB, l'*International Organization of Securities Commissions* (IOSCO) ha emanato in prima battuta un c.d. «*consultation report*», cioè una ricognizione preliminare delle caratteristiche dei fondi monetari che potevano sollevare rischi di natura sistemica all'interno del

¹¹² B. MASTERS, *Shadow banking surpasses pre-crisis level*, in *Financial Times*, 27 October 2011.

¹¹³ Sulle problematiche relative all'elusione normativa cfr. E.J. KANE, *The Inevitability of Shadowy Banking*, Paper Presented at the Federal Reserve Bank of Atlanta 2012, Financial Markets Conference Financial Reform: The Devil's In the Details, Atlanta, Georgia, April 10, 2012, disponibile al seguente indirizzo: <https://www.atlantafed.org/-/media/documents/news/conferences/2012/fmc/papers/kane.pdf>, p. 3 secondo il quale «*Shadowy banking might better be called Safety-Net Arbitrage. It covers any financial organization, product, or transaction strategy that – now or in the future – can opaquely (i.e., nontransparently) extract subsidized guarantees from national and cross-country safety net by means of “regulation-induced innovation”*».

¹¹⁴ B. MASTERS, *Global finance: Conflicting signals*, in *Financial Times*, 1 April 2012.

¹¹⁵ B. MASTERS, *Tough player battles to tame banking system*, in *Financial Times*, 15 January 2012.

mercato finanziario, la cui pubblicazione era funzionale all'ottenimento di commenti da parte dei soggetti variamente interessati¹¹⁶. In particolare, sulla base delle ricerche effettuate, il *report* in esame proponeva delle opzioni regolatorie che avrebbero potuto limitare il livello di vulnerabilità presente all'interno del settore dei fondi monetari. Le alternative concretamente praticabili includevano, tra l'altro, le seguenti alternative: (i) passaggio obbligatorio di tutti i fondi monetari alla forma a NAV variabile; (ii) miglioramento delle tecniche di valutazione e calcolo del valore nominale delle attività finanziarie detenute in portafoglio; (iii) riduzione del grado di affidamento riposto sulle valutazioni condotte dalle agenzie di rating esterne; (iv) potenziamento dei requisiti di liquidità e di gestione del rischio¹¹⁷.

Conclusosi il periodo di consultazione pubblica, nel mese di ottobre 2012, l'IOSCO ha pubblicato le proprie raccomandazioni sulla fissazione di criteri internazionali di base per la regolamentazione internazionale dei fondi monetari¹¹⁸. La *ratio* di tale iniziativa era principalmente quella di creare un quadro normativo di riferimento in tema di fondi monetari che fosse valevole in tutte le 115 giurisdizioni allora aderenti all'IOSCO¹¹⁹. In considerazione delle differenze normative e strutturali che fisiologicamente sussistevano tra i vari ordinamenti giuridici nazionali, l'implementazione di queste raccomandazioni doveva assumere caratteristiche tali da tener conto delle peculiarità regionali. A ben riflettere, gli obiettivi perseguiti dall'IOSCO erano di stabilire principi di portata generale in grado di armonizzare i caratteri costitutivi del settore dei fondi

¹¹⁶ INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSION, *Money Market Fund Systemic Risk Analysis and Reform Options*. Consultation Report, CR07/12, 27 April 2012, documento disponibile al seguente indirizzo: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD379.pdf>.

¹¹⁷ Ivi, pp. 14 e ss.

¹¹⁸ INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSION, *Policy Recommendations for Money Market Funds*. Final Report, FR07/12, October 2012, documento disponibile al seguente indirizzo:

<https://www.immfa.org/assets/files/publications/IOSCO%20Policy%20Recommendations%20for%20Money%20Market%20Funds%20-%20Final%20Report%20-%20Oct%202012.pdf>,

¹¹⁹ E. CHASAN, *International Regulators Press for Money Fund Reforms*, in *The Wall Street Journal*, 10 October 2012.

monetari, nonché eliminare e/o attenuare, laddove concretamente possibile, le lacune normative che potevano amplificare l'emergere di rischi sistemici.¹²⁰

In aggiunta alle necessità di uniformazione internazionale, il bisogno di una riforma organica dei fondi monetari si rinveniva anche nell'importanza sistemica che tali fondi si erano ritagliati all'interno dell'universo dell'intermediazione creditizia. Più esattamente, in base ai dati analizzati dall'IOSCO, si rilevava, anzitutto, che all'inizio del 2012 i fondi monetari gestivano globalmente quasi cinque trilioni di dollari di attività finanziarie, rappresentando circa un quinto delle attività amministrate dall'industria del risparmio gestito¹²¹. L'acquisto di quote di partecipazione a un fondo monetario costituiva per gli investitori – *retail* e istituzionali – la prima opzione di gestione in monte delle disponibilità monetarie alternativa rispetto all'acquisto di titoli di stato a breve termine o alla sottoscrizione di depositi bancari. In secondo luogo, i dati empirici dimostravano che alla fine del 2011 oltre il 40 per cento delle cambiali finanziarie e un terzo dei certificati di deposito presenti nel mercato statunitense erano gestiti dai fondi monetari¹²². Una situazione pressoché simile si verificava anche nell'Unione europea, dove i fondi monetari avevano negli anni assunto un ruolo di primo piano nel finanziamento a breve termine: il fabbisogno creditizio delle banche europee veniva, per esempio, soddisfatto principalmente mediante l'emissione di cambiali finanziarie sottoscritte in prevalenza da fondi monetari¹²³.

Ciò posto, dal punto di vista contenutistico, l'IOSCO prendeva le mosse dal convincimento che nel mercato dei fondi monetari, nonostante le iniziative introdotte in passato per regolamentare il settore in esame, persistevano ancora ampi disallineamenti normativi e, in generale, criticità non compiutamente

¹²⁰ INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSION, *Policy Recommendations for Money Market Funds*, cit., pp. 3 e 8.

¹²¹ Ivi, p. 4.

¹²² INVESTMENT COMPANY INSTITUTE, *Release: Money Market Fund Assets*, statistiche reperibili al seguente indirizzo: <https://www.ici.org/research/stats/mmf>

¹²³ EUROPEAN CENTRAL BANK, *Statistical Data Warehouse related to Money market funds*, statistiche disponibili al seguente indirizzo: <https://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=9691314>.

risolte¹²⁴. In via di prima approssimazione, si additava come fonte di rischio sistemico il fatto che i fondi monetari potessero impegnarsi a garantire la stabilità nominale delle proprie quote di partecipazione (c.d. fondi NAV costante). A detta dell'IOSCO, questa caratteristica dei fondi monetari era giudicata pericolosa in quanto sembrava ingenerare presso il pubblico degli investitori il falso convincimento che le quote di tali fondi fossero immuni dai rischi presenti sul mercato finanziario¹²⁵. In secondo luogo, si affermava che la permanenza del criterio di valutazione delle attività in portafoglio al costo ammortizzato, nel creare opacità circa il reale valore di mercato dei titoli sottostanti, potesse aumentare il rischio di improvvisi corse al riscatto delle quote (c.d. *first mover advantage*), e ciò a prescindere dalla gestione conservativa del portafoglio amministrato in monte¹²⁶. Infine, l'IOSCO indicava come ulteriori aspetti negativi della normativa allora vigenti in tema di fondi monetari la mancanza, da un lato, di una regolamentazione dettagliata in tema di supporto esterno¹²⁷ e, dall'altro

¹²⁴ La rapida fuoriuscita dei fondi monetari statunitensi dai rapporti di credito-debito intrattenuti con gli intermediari finanziari europei in seguito alla crisi dei debiti sovrani del 2011-2012 aveva, a tal proposito, rilevato come le prime iniziative regolatorie post-crisi (*id est*, la riforma dell'*Investment Company Act* introdotta dalla *Securities and Exchange Commission* nel febbraio 2010 e le *guidelines* del CESR sulla definizione di fondo monetario del maggio 2010) non avessero completamente risolto le problematiche connesse al rischio sistemico dei fondi monetari: cfr. sul punto le analisi di S. CHERNENKO, A. SUNDERAM, *Frictions in Shadow Banking: Evidence from the Lending Behavior of Money Market Mutual Funds*, in *The Review of Financial Studies*, v. 27, n. 6/2014 pp. 1717-1750.

¹²⁵ INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSION, *Policy Recommendations for Money Market Funds*. Final Report, cit., p. 7.

¹²⁶ *Ivi*, p. 8.

¹²⁷ Il notevole utilizzo del supporto esterno ai fondi monetari nel periodo successivo alla crisi del 2008 aveva diffuso il convincimento che tali fondi, anche in periodi di turbolenza finanziaria, non fossero rischiosi per gli investitori-quotisti: il *bailout* pubblico e privato dei fondi monetari statunitense era stato infatti accolto positivamente dagli investitori, in quanto gli stessi non avevano subito perdite sostanziali. Senonché, tale modo di agire aveva creato comunque effetti deleteri per la stabilità finanziaria, atteso che il supporto esterno: (i) essendo rilasciato alla discrezionalità dei terzi, non costituiva una via perseguibile in ogni occasione di crisi; (ii) aumentava il livello di interconnessione tra istituti bancari e fondi comuni monetari. A tal proposito, si vedano le analisi di S.A. BRADY, K.E. ANADU, N.R. COOPER, *The Stability of Prime*

lato, la carenza di limiti rigorosi sull'utilizzazione di valutazioni creditizie esterne¹²⁸.

Sulla base delle problematiche in tal modo rilevate, l'IOSCO aveva, quindi, provveduto a formulare 15 raccomandazioni aventi ad oggetto, tra le altre cose, le seguenti tematiche: (i) l'inquadramento disciplinare dei fondi monetari; (ii) le tecniche di valutazione delle attività finanziarie in portafoglio; (iii) la predisposizione di strumenti in grado di gestire efficientemente la liquidità; (iv) la regolamentazione dei fondi a NAV costante; (v) il ricorso ai *rating* pubblicati dalle agenzie specializzate; (vi) obblighi di diffusione di informazione presso il pubblico; (vii) il rapporto tra fondi monetari e stipula di contratti pronti contro termine (c.d. *repos*)¹²⁹.

In particolare, quanto all'inquadramento dei fondi monetari all'interno della disciplina di riferimento, nelle prime tre raccomandazioni veniva stabilito che: a) i fondi monetari, in considerazione delle loro particolari caratteristiche, dovevano essere esplicitamente definiti all'interno del settore della gestione collettiva del risparmio. A titolo esemplificativo, pur tenendo conto delle differenze operative presenti tra vari ordinamenti giuridici, i fondi monetari avrebbero potuto essere qualificati come fondi di investimento che si impegnano a preservare il capitale investito, garantendo al contempo liquidità giornaliera e rendimenti in linea con quelli del mercato monetario; b) il portafoglio di un fondo comune monetario doveva ricomprendere soltanto attività finanziarie aventi un basso rischio di *default* e dotate di elevata qualità¹³⁰; c) i legislatori dovevano

Money Market Mutual Funds: Sponsor Support from 2007 to 2011, in Federal Reserve, Bank of Boston, Working Paper RPA 12-3, August 2012, documento disponibile al seguente indirizzo: <https://econpapers.repec.org/paper/fipfedbqu/rpa12-3.htm>.

¹²⁸ INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSION, *Policy Recommendations for Money Market Funds*. Final Report, cit., p. 8.

¹²⁹ Ivi, p. 11

¹³⁰ *Ibidem*, secondo la raccomandazione n. 2, in particolare, i fondi monetari non avrebbero dovuto assumere esposizioni dirette e/o indirette in titoli azionari o materie prime; i contratti derivati potevano essere stipulati soltanto se in linea con la strategia di investimento assunta dal fondo; in generale, al fine di ridurre la dipendenza economica nei confronti di una singola entità, i gestori di un fondo monetario avrebbero dovuto sottostare a limiti specifici in tema di diversificazione e concentrazione del patrimonio.

monitorare attentamente l'agire di tutti quei veicoli di investimento che, a prescindere dal *nomen iuris* utilizzato, operassero in maniera simile ai fondi monetari.

In riferimento alle tecniche di valutazione delle attività in portafoglio, le raccomandazioni n. 4 e n. 5 stabilivano che i gestori dei fondi monetari dovevano, in primo luogo, valutare gli strumenti finanziari acquistati prevalentemente in base al valore di mercato dei titoli stessi, mentre la contabilizzazione delle attività finanziarie al costo ammortizzato poteva essere utilizzata soltanto in circostanze eccezionali¹³¹. In secondo luogo, si prevedeva che le valutazioni della qualità creditizia comunque eseguite dai gestori dei fondi monetari dovevano essere revisionate da un soggetto esterno nell'ambito della consuetudinaria revisione legale dei conti¹³².

In tema di gestione della liquidità, le quattro raccomandazioni a questo tema dedicate contenevano un'elencazione di strumenti giuridici che i gestori di un fondo monetario avrebbero dovuto adottare al fine di rafforzare la capacità di amministrare in maniera ordinata richieste di fuoriuscita dal fondo ed evitare, di conseguenza, il fenomeno della svendita di attività in portafoglio. In particolare, nella raccomandazione n. 6 si suggeriva ai gestori dei fondi monetari di istituire procedure di «*know your investors*», ossia tecniche di registrazione e analisi del comportamento medio dei quotisti in riferimento, per esempio, all'avversione al rischio o alle necessità di detenere denaro liquido. In caso di grandi investitori, inoltre, l'IOSCO raccomandava l'istituzione di meccanismi di salvaguardia che fossero in grado di ridurre la possibilità di improvvise e sostanziali richieste di rimborso delle quote¹³³. La raccomandazione n. 7 si incentrava, invece, sulla

¹³¹ Ivi, p. 13, laddove si affermava che la valutazione al costo ammortizzato poteva essere utilizzata soltanto quando: (i) la stessa avesse consentito un'adeguata approssimazione del valore dell'attività interessata; (ii) la scadenza residua dello strumento da valutare non fosse stata superiore a 90 giorni; (iii) fossero state adottate procedure in grado di assicurare tempestive misure correttive in caso di discrepanza tra costo ammortizzato e valore di mercato dell'attività finanziaria sottostante.

¹³² *Ibidem*.

¹³³ Ivi, p. 14, raccomandazione n. 6. Al fine di gestire correttamente il rapporto con i grandi quotisti, la raccomandazione in esame consigliava, tra le altre cose, di stabilire limiti agli acquisti

necessità di detenere una quantità minima di attività finanziarie liquide, ricorrendo, per esempio, all'utilizzazione di percentuali fisse di attività in portafoglio aventi scadenza giornaliera e/o settimanale¹³⁴. In tal caso tuttavia, l'IOSCO sottolineava che, a prescindere dei requisiti di liquidità minima fissati in ogni giurisdizione, il gestore di un fondo monetario avrebbe comunque dovuto adeguare la consistenza delle proprie attività in portafoglio alle condizioni di mercato circostanti e al profilo individuale dei quotisti. Con la raccomandazione n. 8 si caldeggiava la predisposizione di *stress test*, ossia la predisposizione di prove di *stress* del portafoglio titoli sulla base di scenari di mercato ipotetici come, a titolo esemplificativo, un aumento generalizzato dei tassi di interesse nel mercato monetario, improvvise richieste collettive di rimborso, declassamenti di attività finanziarie presenti in portafoglio, ovvero il *default* di emittenti i cui titoli erano stati all'occorrenza acquistati dal gestore del fondo monetario. Qualora il risultato delle suddette prove avesse dato un risultato negativo, il fondo monetario era tenuto a intraprendere azioni correttive in grado di rafforzare la resilienza del fondo a scenari di mercato avversi¹³⁵. Infine, nell'ultima raccomandazione dedicata alla gestione della liquidità di un fondo monetario, l'IOSCO raccomandava ai gestori dei fondi monetari di predisporre meccanismi *ad hoc* da attivare in caso di situazioni eccezionali come l'emergere di sostanziali richieste di fuoriuscita dal fondo. In particolare, ai sensi della raccomandazione n. 9, in previsione di una futura pressione di liquidità, un fondo monetario avrebbe dovuto munirsi del potere di sospendere temporaneamente le richieste di rimborso, ricorrere a divieti di uscita dal fondo (c.d. *gates*), ovvero proporre ai quotisti recedenti di ottenere, sotto forma di rimborsi in forma specifica (c.d. *redemption in-kind*), attività finanziarie per un controvalore equivalente alle quote in

complessivi che un singolo quotista poteva sottoscrivere, di prevedere periodo minimi di partecipazione ad un fondo monetario, ovvero di imporre un periodo di preavviso in caso di richieste di rimborso di entità elevata.

¹³⁴ Ivi, p. 14, raccomandazione n. 7. Sul punto, giova rilevare, però, come l'IOSCO non prendesse espressamente posizione sulla quantità minima di attività liquide da detenere in portafoglio, lasciando invece ad ogni giurisdizione la competenza a stabilire, dal punto di vista quantitativo, il livello minimo di liquidità da detenere in portafoglio.

¹³⁵ *Ibidem*, raccomandazione n. 8.

precedenza sottoscritte. Al fine di prevenire situazioni di contagio sistemico, la raccomandazione in esame suggeriva di estendere questi poteri di intervento anche alle Autorità di vigilanza competenti le quali, quindi, avrebbero potuto chiedere ai gestori di fondi monetari in difficoltà di applicare uno degli strumenti di gestione della liquidità sopra richiamati¹³⁶.

Per quanto riguardava i fondi monetari a NAV costante, la raccomandazione n. 10 auspicava in primo luogo che questi fondi, onde internalizzare i costi legati al verificarsi di situazioni di c.d. *breaking the buck*, dovessero essere soggetti a regolamentazioni prudenziali maggiormente incisive. In secondo luogo, e qualora oggettivamente fattibile, i regolatori nazionali avrebbero dovuto incentivare il passaggio dei fondi a NAV costante verso la tipologia a NAV variabile. Secondo il pensiero dell'IOSCO, quest'ultima conversione, diminuendo l'incentivo a fuoriuscire immediatamente da un fondo in difficoltà al fine di lucrare delle disponibilità monetarie ancora presenti (c.d. *first-mover advantage*), avrebbe consentito di ridurre i rischi sistemici legati alla figura dei fondi monetari con valore delle quote costante. Sotto altro versante, la fluttuazione del valore delle quote in ragione degli andamenti di mercato delle attività in portafoglio avrebbe consentito ai quotisti di avere migliore contezza dei rischi legati all'investimento in fondi monetari e, in particolare, delle differenze di fondo presenti con la stipula di un contratto di deposito bancario¹³⁷.

¹³⁶ Ivi, p. 15.

¹³⁷ Ivi, p. 16, in cui si affermava, peraltro, che questa proposta legislativa, in considerazione della natura *disruptive* che in alcuni ordinamenti avrebbe potuto assumere, doveva essere adottata *cum grano salis*, auspicando, per esempio, l'utilizzazione di periodi transitori per consentire una modifica graduale dei sistemi giuridici nazionali maggiormente abituati ad offrire fondi monetari a NAV costante. Qualora, tuttavia, l'eliminazione di questi fondi non fosse comunque praticabile, l'IOSCO auspicava l'introduzione di strumenti giuridici che avrebbero dovuto scongiurare gli effetti indesiderati legati, da un lato, agli incentivi del *first mover actor*, e dall'altro, alla manifestazione di richieste collettive di *exit* da un fondo monetario a NAV costante. A tal proposito, venivano indicate come accorgimenti giuridici le seguenti soluzioni: (i) meccanismi di compensazione delle variazioni giornaliere del valore del portafoglio che non si rispecchiavano nel valore costante delle quote; (ii) predisposizione di una riserva di liquidità da costituire, per esempio, mediante utili non distribuiti; (iii) obbligo di supporto esterno esplicitamente assunto

Per quanto concerneva, invece, l'apporto delle agenzie di *rating*, nelle raccomandazioni n. 11 e n. 12, l'IOSCO raccomandava, anzitutto, ai gestori dei fondi monetari di evitare qualunque rinvio meccanico alle valutazioni offerte sul mercato dalle agenzie specializzate, auspicando un maggior coinvolgimento delle procedure interne di analisi della qualità creditizia degli strumenti finanziari in portafoglio¹³⁸. Secondariamente, con la raccomandazione n. 12 si poneva l'accento sulle metodologie di studio della qualità creditizia utilizzate dalle agenzie di *rating*, affermando in particolare che le Autorità di vigilanza competenti avrebbero dovuto garantire una maggiore diffusione al pubblico delle tecniche di valutazione utilizzate per classificare i fondi monetari e del corretto significato da attribuire a termini come «valutazione *Tripla-A*»¹³⁹.

In riferimento agli obblighi di *disclosure*, l'IOSCO auspicava una maggiore diffusione al pubblico degli investitori di informazioni dettagliate sulle caratteristiche dei fondi monetari che negli ultimi anni avevano sollevato maggiori perplessità. Nello specifico, la raccomandazione n. 13 affermava l'importanza di inserire nel prospetto informativo da consegnare agli investitori interessati all'acquisto di quote la dichiarazione che i fondi monetari non usufruivano di alcun tipo di garanzia pubblica, pertanto il valore nominale del capitale investito poteva subire modifiche sostanziali¹⁴⁰. La raccomandazione n. 14, invece, si

dalla società madre di un fondo monetario; (iv) addebito di commissioni di liquidità (c.d. *liquidity fee*) da corrispondere in caso di pressione al riscatto collettive.

¹³⁸ Ivi, p. 17, raccomandazione n. 11, in cui si affermava che le valutazioni esterne dovevano essere più propriamente considerate come uno dei fattori da considerare nella stima complessiva della qualità creditizia delle attività finanziarie in bilancio. In tal modo si sarebbe evitato il diffondersi di comportamenti uniformi (c.d. *herding behavior*), cioè di strategie di investimento condizionate in egual modo dalle poche agenzie di *rating* aventi uno standing internazionale.

¹³⁹ Ibidem, raccomandazione n. 12. A giudizio dell'IOSCO, l'utilizzazione di diciture come quella indicata nel testo, avendo assunto un significato «folcloristico», riduceva il grado di diligenza che gli investitori avrebbero dovuto assumere nella selezione dei fondi monetari. Di conseguenza, si riteneva necessario adottare delle vere e proprie campagne di sensibilizzazione sul reale significato da attribuire alle valutazioni creditizie emesse da soggetti esterni ai fondi monetari.

¹⁴⁰ Ivi, p. 18, raccomandazione n. 13. L'intento *legis* di questa raccomandazione era, a ben vedere, quello di sottolineare in maniera chiara e precisa il fatto che l'investimento in fondi monetari non poteva essere parificato alla stipula di un contratto di deposito bancario, atteso che in quest'ultimo

occupava della pubblicizzazione di informazioni riguardanti le modalità di valutazione delle attività finanziarie in portafoglio e le procedure attivabili dal fondo in caso di situazioni di crisi. A titolo esemplificativo, al fine di avere una maggiore contezza dei rischi legati all'acquisto di quote di un fondo monetario, il pubblico degli investitori doveva conoscere se: (i) il fondo adottava procedure di contabilizzazione ispirate al costo ammortizzato o meccanismi di conteggio basati sul prezzo di mercato delle attività in portafoglio; (ii) in caso di crisi, il gestore del fondo era legittimato a sospendere le richieste di fuoriuscita, ovvero ad applicare commissioni di liquidità; (iii) in alternativa a un rimborso economico, il quotista uscente poteva ricevere una compensazione in forma specifica.

Da ultimo, con la raccomandazione n. 15, l'IOSCO auspicava l'introduzione di linee guida internazionale sull'utilizzazione di contratti pronti contro termine da parte dei fondi monetari. Partendo dal presupposto che questi ultimi avevano avuto un ruolo di primo piano nel mercato dei c.d. *repurchase agreements*, nella raccomandazione in esame si affermava, in particolare, che le Autorità di vigilanza avrebbero dovuto disciplinare dettagliatamente aspetti come l'esecuzione dei contratti pronti contro termine, l'assunzione del rischio di controparte, e, infine, la natura e la gestione delle attività finanziarie da consegnare in garanzia¹⁴¹.

Nel fornire un primo commento alle proposte dell'IOSCO in tema di fondi monetari, nel documento di consultazione del novembre 2012, il FSB sosteneva che la presa di posizione così adottata fosse particolarmente adatta a rendere i fondi in esame più sicuri da un punto di vista prudenziale¹⁴². In particolare, Il Consiglio per la stabilità finanziaria considerava estremamente importante dare

caso il depositante, usufruendo di meccanismi di salvaguardia pubblica dei depositi, aveva la possibilità di non perdere il montante depositato presso un istituto bancario, a patto che, ovviamente, il deposito stesso non superasse soglie normative predeterminate dagli ordinamenti nazionali (*id est*, 250 mila dollari negli Stati Uniti, 100 mila euro in Unione europea).

¹⁴¹ *Ibidem*, raccomandazione n. 15.

¹⁴² FINANCIAL STABILITY BOARD, *Consultative Document. Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking. An Integrated Overview of Policy Recommendations*, November 2012, documento disponibile al seguente indirizzo: https://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_121118.pdf?page_moved=1, p. 13.

attuazione pratica alla raccomandazione n. 10 relativa alla conversione forzata dei fondi monetari a NAV costante in fondi con valore delle quote fluttuante (c.d. fondi a NAV variabile). Qualora questo passaggio non fosse stato fattibile, il FSB tendeva a sottolineare che i requisiti prudenziali da emanare per rendere la gestione dei fondi a NAV costante sana e prudente avrebbero dovuto essere equivalenti ai requisiti di capitale e liquidità applicabili al settore bancario.

Dalla lettura delle raccomandazioni sopra riportate, emergeva come il pensiero dei regolatori internazionali fosse quello di risolvere il problema dello *shadow banking system* principalmente mediante l'applicazione di normative di natura prudenziale. In effetti, si tendeva ad affermare che, a prescindere dalla denominazione utilizzata, entità giuridiche che operavano in modo simile dovessero essere sottoposte alle stesse regole del gioco¹⁴³. In quest'ottica si dovevano, quindi, leggere le proposte che imponevano, per esempio, ai fondi monetari a NAV costante di sottostare alle medesime regolamentazioni concernenti i requisiti di capitale e di liquidità imposti alle banche, ovvero le disposizioni che auspicavano l'utilizzazione di prove di *stress* anche da parte dei gestori dei fondi monetari¹⁴⁴.

Senonché, uno degli aspetti più controversi era rappresentato dalla preferenza unanimemente espressa dall'IOSCO e dal FSB per l'eliminazione della figura dei fondi monetari a NAV costante, a beneficio della commercializzazione esclusiva dei fondi con valore delle quote mutevole. L'opzione di *default* era, infatti, quella di imporre in via principale un passaggio obbligatorio di tutti i fondi monetari alla struttura a NAV variabile e di ricorrere, in via subordinata, all'estensione della regolamentazione prudenziale bancario soltanto se e nella misura in cui la cancellazione dei fondi a NAV costante non fosse stata di fatto perseguibile¹⁴⁵. Questa proposta sollevava qualche perplessità in quanto, se

¹⁴³ B. MASTERS, *FSB seeks to tame shadow banking*, in *Financial Times*, 18 November 2012, laddove si riporta in modo simbolico le parole di Adair Turner, allora presidente della Task Force del FSB dedicata proprio allo *shadow banking system*, secondo il quale «*If it looks like a bank and quacks like a bank, it has got to be subject to bank-like safeguards*».

¹⁴⁴ P. AMERY, *The net is closing in on money market funds*, in *Financial Times*, 13 May 2012.

¹⁴⁵ K. MACKENZIE, *MMFs: Float your NAVs or be regulated like banks*, in *Financial Times*, 19 November 2012.

concretamente adottata all'interno dei vari ordinamenti giuridici nazionali, avrebbe snaturato uno dei caratteri costitutivi dei fondi monetari. La promessa di restituire per ogni dollaro/euro investito cento centesimi della corrispondente valuta era, invero, un elemento che consentiva di distinguere i fondi in esame da ogni altra tipologia di fondo comune di investimento di tipo aperto. Di conseguenza, il quesito che veniva posto atteneva alle possibilità di sopravvivenza di un veicolo di investimento la cui *raison d'être* veniva eliminata autoritariamente dalla mano pubblica all'asserito fine di rendere il mercato finanziario nel suo complesso più stabile.

Al di là del merito delle scelte di *policy* avanzate, si sottolineava da più parti come l'iniziativa dell'IOSCO fosse stata la prima vera proposta di riforma dei fondi monetari, di natura internazionale, avente una portata sistemica¹⁴⁶. Le 15 raccomandazioni avanzate dal regolatore internazionale del mercato mobiliare coprivano, invero, tutti gli aspetti critici dei fondi monetari, dalle politiche di investimento, alla valutazione degli *asset* in portafoglio, dagli strumenti da attivare in caso di crisi alla necessità di diffondere notizie dettagliate presso il pubblico degli investitori circa il profilo di rischio dei fondi monetari. Particolare enfasi era rivolta, inoltre, al tema del supporto esterno ai fondi monetari in difficoltà. A giudizio dell'IOSCO, le facilitazioni creditizie avanzate dalle società madri (istituti di credito in via principale) si erano trasformate in una pratica commerciale insostenibile, atteso che, da un lato, le somme in tal modo richieste erano diventate negli anni sempre più esose e, dall'altro lato, la natura incerta dell'aiuto economico offerto non escludeva il rischio di improvvise corse al ritiro delle quote. L'importanza delle raccomandazioni in esame era stata, peraltro, sottolineata anche dall'*Institutional Money Market Funds Association*, l'associazione di categoria dei fondi monetari, la quale aveva in particolare apprezzato il rinnovato interesse dei *policy makers* verso una soluzione di

¹⁴⁶ W. BETTINGER, *Time for Compromise on Money-Market Reform*, in *Wall Street Journal*, 22 November 2012; S. FLEMING, P. JENKINS, *BoE's Tucker warns on shadow banking risk*, in *Financial Times*, 17 October 2013; S. FLEMING, *Iosco warns of risks of 'weak' cross-border dispute resolution*, in *Financial Times*, 24 November 2013

investimento che, almeno in Europa, aveva avuto fino a quel momento limitate manifestazioni di interesse¹⁴⁷.

5. Le iniziative delle Istituzioni, organi e organismi dell'Unione europea

5.1. Libro verde della Commissione europea sullo *shadow banking system*

Nell'ambito degli approfondimenti connessi al tema dello *shadow banking system*, il 19 marzo 2012 la Commissione europea ha emanato un libro verde avente ad oggetto una consultazione pubblica sui rischi connessi alle entità finanziarie ubicate ai margini del comparto bancario tradizionale¹⁴⁸. A giudizio dell'esecutivo europeo, il settore dell'intermediazione finanziaria non-bancaria, nonostante la sua ampia crescita nei primi anni del XXI secolo¹⁴⁹, non aveva subito un'attenzione particolare da parte dei legislatori nazionali. Sebbene questa circostanza avesse consentito, da un lato, al sistema economico in generale di beneficiare di importanti fonti di finanziamento, dall'altro lato, si era rilevato che la presenza di lacune normative nel settore in esame era stata individuata come una delle cause scatenanti l'emergere della crisi del 2008. Conseguentemente, la Commissione europea riteneva opportuno analizzare nel dettaglio il sistema

¹⁴⁷ B. ABOULIAN, *Agency presents ideas to cut risks to money market funds*, in *Financial Times*, 6 May 2012, in cui, nel riprendere le parole di Travis Barker, allora presidente dell'IMMFA, si affermava che la discussione sui fondi monetari aveva finalmente dismesso i panni di un «after-dinner speech» per assumere, invece, l'importanza primaria che ad essi spettava.

¹⁴⁸ COMMISSIONE EUROPEA, *Libro verde. Sistema bancario ombra*, COM (2012) 102 Final, Bruxelles, 19 Marzo 2012, documento disponibile al seguente indirizzo: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52012DC0102&from=DE>.

¹⁴⁹ Secondo i dati raccolti dal FSB, il sistema bancario ombra aveva raddoppiato la sua dimensione, passando dalla gestione di 21 trilioni di euro nel 2002 a 46 trilioni di euro nel 2010. Più precisamente, secondo le rilevazioni del 2012, il sistema bancario ombra rappresentava il 25-30 per cento circa dell'intero sistema finanziario globale e il 50 per cento circa delle complessive attività bancarie. Quanto al contesto europeo, le stime del FSB sottolineavano un forte aumento di tale settore nel periodo compreso tra il 2005 e il 2010, in parziale controtendenza rispetto all'andamento del mercato statunitense dove lo *shadow banking system* aveva invece ridotto la sua influenza: cfr. sul punto FINANCIAL STABILITY BOARD, *Consultative Document. Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking. An Integrated Overview of Policy Recommendations*, cit, p. 3

bancario ombra, ricostruendo lo stato dell'arte normativo allora vigente e formulando, al contempo, delle riflessioni in grado di stimolare ulteriormente il dibattito globale sul contenimento dei rischi finanziari¹⁵⁰.

La sfida individuata dalla Commissione europea era di identificare la soluzione regolatoria ottimale per disciplinare entità e attività riconducibili al sistema bancario ombra; tale auspicabile obiettivo doveva necessariamente passare, in primo luogo, dalla costituzione di procedure permanenti dedicate alla raccolta e allo scambio di informazioni tra le autorità di vigilanza nazionali sulle attività condotte dagli intermediari non-bancari. La raccolta di dati empirici sull'interconnessione tra banche e intermediari creditizi non bancari veniva considerata la premessa da cui partire per colmare, a valle, le lacune regolamentari e di vigilanza eventualmente presenti. In secondo luogo, l'esecutivo europeo riteneva necessario ideare un nuovo approccio in materia di vigilanza: (i) proporzionale alle questioni connesse all'operatività del sistema bancario ombra; e (ii) integrato nel quadro macroprudenziale già esistente. Infine, la Commissione europea considerava imprescindibile affrontare il nodo del sistema bancario ombra attraverso risposte normative ispirate al principio di adeguatezza, modellando cioè l'approccio disciplinare a seconda delle attività in concreto perseguite dalle entità operanti nel settore in esame. Si affermava, in effetti, che il carattere mutevole dell'intermediazione non-bancaria imponesse uno sforzo del legislatore europeo nell'individuazione di disposizioni normative che fossero in grado di resistere alla creatività propria degli operatori economici¹⁵¹.

Per quanto interessa la presente sede, l'esecutivo europeo ha concentrato la sua attenzione, tra le altre cose, sui fondi monetari e sugli altri fondi di investimento che, offrendo opportunità di raccolta del risparmio a breve termine simili ai depositi bancari, erano fortemente esposti al rischio di non riuscire a soddisfare improvvise richieste di riscatto provenienti dai quotisti uscenti (c.d. *run*

¹⁵⁰ COMMISSIONE EUROPEA, *Libro verde. Sistema bancario ombra*, cit., p. 3.

¹⁵¹ Ivi, p. 9; le possibili soluzioni individuate nel libro verde della Commissione europea ricomprendevano, tra le altre cose, l'utilizzo di una regolamentazione indiretta dei legami tra sistema bancario ombra e comparto bancario tradizionale, una revisione della normativa prudenziale bancaria allora vigente e la predisposizione di una nuova disciplina specifica per i vari soggetti attivi nel settore bancario ombra.

risk)¹⁵². In particolare, a detta della Commissione, pur essendo soggetti a rischi finanziari pressoché identici a quelli rinvenibili nel comparto bancario, le attività del sistema bancario ombra risultavano prive di una regolamentazione prudenziale adeguata. Tale situazione si rivelava particolarmente veritiera per quelle entità del sistema bancario ombra che avevano iscritte in bilancio passività a breve termine. Da un punto di vista ontologico, infatti, la breve scadenze delle risorse finanziarie raccolte comportava una costante attenzione del gestore di un fondo alle preferenze di liquidità dei propri quotisti-finanziatori: la possibilità per questi ultimi di ottenere il pronto smobilizzo delle proprie quote rappresentava, invero, un rischio che il *management* del fondo doveva gestire in maniera prudente, al fine di evitare la diffusione di esternalità negative nel sistema economico¹⁵³.

La Commissione europea rilevava, tuttavia, come il sistema bancario ombra in generale, e i fondi monetari in particolare, non fossero totalmente sprovvisti di una disciplina euro-unitaria di riferimento, atteso che questi ultimi, se costituiti nella forma di fondi armonizzati, rientravano anzitutto nel campo di applicazione dell'allora vigente legislazione sugli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (c.d. direttiva UCITS). Secondariamente, tutti i fondi monetari europei, inclusi i fondi alternativi, erano sottoposti a una specifica iniziativa regolamentare, seppur non avente carattere legislativo, da parte del CESR¹⁵⁴. In ogni caso, la cangiante realtà del sistema bancario ombra imponeva ai legislatori e alle Autorità di vigilanza di vagliare costantemente le disposizioni normative in vigore al fine di individuare «*un approccio atto ad instaurare una vigilanza globale sul sistema bancario ombra associata ad un quadro regolamentare adeguato*»¹⁵⁵.

Ciò posto, i quesiti del Libro verde relativi ai fondi comuni di investimento che, direttamente e/o indirettamente, fornivano credito all'economia si incentravano sulla convenienza a estendere agli stessi l'allora vigente normativa

¹⁵² R. FROYMOVICH, *EU Looks to Tighten Shadow Banking Rules*, in *The Wall Street Journal*, 19 March 2012.

¹⁵³ COMMISSIONE EUROPEA, *Libro verde. Sistema bancario ombra*, cit., p. 4.

¹⁵⁴ Cfr. *supra* § 2.

¹⁵⁵ COMMISSIONE EUROPEA, *Libro verde. Sistema bancario ombra*, cit., p. 11.

bancaria euro-unitaria. Seconda la Commissione europea, in particolare, il ripristino di adeguati livelli di stabilità finanziaria passava necessariamente attraverso l'imposizione di una legislazione specifica in tema di requisiti patrimoniali e riserve di liquidità anche nei confronti dei fondi monetari. La crisi del 2008 aveva, al riguardo, dimostrato il circolo vizioso sussistente tra assunzione di rischi eccessivi, da un lato, e impossibilità di onorare richieste di ritiro improvvise da parte di un numero nutrito di quotisti, dall'altro (c.d. rischio di corse allo sportello)¹⁵⁶. Sicché, la Commissione europea si chiedeva, in primo luogo, se fosse opportuno applicare in via analogica la normativa bancaria a tutte le entità finanziarie che, pur non accettando depositi, intermediavano nell'attività di raccolta, gestione e allocazione del capitale, estendendo, per esempio, ai fondi di investimento sia il trattamento della CRD II¹⁵⁷ previsto per le linee di liquidità dei veicoli di cartolarizzazione, sia le disposizioni della CRD IV¹⁵⁸ in tema di requisiti patrimoniali delle entità bancarie; in secondo luogo, il Libro verde considerava necessario esaminare come la prassi del supporto implicito agli intermediari non-bancari fosse affrontata dalle varie autorità di vigilanza nazionali¹⁵⁹.

¹⁵⁶ Ivi, p. 13; l'esperienza empirica aveva, peraltro, rilevato che quest'ultimo rischio poteva acuirsi qualora la valutazione delle attività in portafoglio non avvenisse in base alle quotazioni di mercato, ma mediante l'utilizzazione di artifici contabili che, al fine di mantenere stabile il valore patrimoniale netto di un fondo di investimento, davano una rappresentazione della situazione di bilancio non veritiera, o comunque altamente artificiosa

¹⁵⁷ Ivi, p. 12; con il termine CRD II si intendeva la Direttiva UE adottata nel 2009 sui requisiti patrimoniali delle banche, al fine di aumentare la resilienza del settore bancario rispetto a condizioni di mercato avverse: cfr. Direttiva 2009/111/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 settembre 2009, che modifica le direttive 2006/48/CE, 2006/49/CE e 2007/64/CE per quanto riguarda gli enti creditizi collegati a organismi centrali, taluni elementi dei fondi propri, i grandi fidi, i meccanismi di vigilanza e la gestione delle crisi (GU L 302 del 17.11.2009, pag. 97 e ss.).

¹⁵⁸ *Ibidem*; la CRD IV era l'acronimo utilizzato per richiamare la Direttiva UE adottata nel 2013 circa la disciplina prudenziale degli enti creditizi: cfr. Direttiva 2013/36/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 26 giugno 2013, sull'accesso all'attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e sulle imprese di investimento, che modifica la direttiva 2002/87/CE e abroga le direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE.

¹⁵⁹ *Ibidem*.

A ben vedere, la Commissione europea, nella sua veste di Autorità europea dedita alla vigilanza sul rispetto delle norme in tema di tutela della concorrenza, aveva una naturale inclinazione a porre l'accento sul c.d. *level playing field* normativo. Considerato che nel settore in esame le entità del sistema bancario ombra svolgevano un'attività simile alle banche tradizionali, l'esecutivo europeo riteneva conveniente garantire financo ai primi un'applicazione uniforme delle regole prudenziali¹⁶⁰. In tal modo, si sarebbe evitato il ricorso alle logiche opportunistiche sottostanti all'arbitraggio regolamentare e, più in generale, una competizione al ribasso in tema di requisiti prudenziali deleteria per l'integrità del mercato finanziario¹⁶¹.

La preoccupazione principale della Commissione europea rimeneva, comunque, quella di apprestare strumenti giuridici in grado di sopassedere il rischio di una «corsa generalizzata» al ritiro delle quote di partecipazione ai fondi monetari (c.d. *run risk*). L'intento legislativo che aveva spinto l'Istituzione europea in esame a pubblicare un libro verde era, infatti, rappresentato dalla necessità di rendere maggiormente stabili le circa 1,5 trilioni di euro di attività finanziarie gestite dai fondi monetari ubicati sul suolo euro-unitario. Al fine di soddisfare questo obiettivo, l'esecutivo europeo considerava di cruciale importanza intervenire sia sulla regolamentazione prudenziale del portafoglio titoli gestito in monte, sia sulla trasparenza da offrire agli investitori in fondi monetari, colmando così quelle questioni disciplinari lasciate vuote dal primo intervento in materia del CESR¹⁶².

Una criticità insita in questo approccio era, tuttavia, rappresentata dalla mancanza di una sensibilità specifica verso le peculiarità proprie dei fondi monetari. L'estensione *ipso iure* della disciplina bancaria poteva, in effetti, comportare come conseguenza indesiderata il raggruppamento sotto un unico «ombrello» normativo di entità aventi caratteristiche operative e strutturali alquanto differenti. A titolo esemplificativo, destava qualche perplessità la

¹⁶⁰ S. JOHNSON, *Task force seeks funds shake-up*, in *Financial Times*, 15 April 2012.

¹⁶¹ A. BARKER, B. MASTERS, *Shadow banking faces tough assessment*, in *Financial Times*, 19 March 2012.

¹⁶² D. RICKETTS, *Brussels sticks to money market reform*, in *Financial Times*, 30 September 2012.

proposta di applicare requisiti patrimoniali e riserve di capitale (c.d. *buffer* di liquidità) storicamente previsti per gli istituti bancari – imprese dedite per antonomasia all’attività di intermediazione creditizia – anche a veicoli di investimento costituiti sotto forma di fondi di investimento, ovverosia patrimoni ideati allo scopo di investire il denaro raccolto presso il pubblico degli investitori in beni mobili e/o immobili. A tal proposito, nel commentare il documento della Commissione europea, l’industria di riferimento affermava, in particolare, che altre misure legislative avrebbero potuto, in caso di necessità, limitare la capacità dei quotisti di fuoriuscire immediatamente da un fondo monetario, prevenendo con ciò eventuali crisi di liquidità di quest’ultimo¹⁶³. In tale quadro, le oggettive diversità presenti nel settore in esame avrebbero, forse, richiesto un maggiore impegno da parte del legislatore europeo nell’individuazione di una riforma dei fondi monetari più orientata a far risaltare le peculiarità proprie degli stessi.

5.2. Risposta della Banca Centrale Europea al Libro Verde della Commissione europea sullo *shadow banking system*

La Banca Centrale Europea (BCE) ha accolto con favore le riflessioni poste dalla Commissione europea in tema di sistema bancario ombra, giudicando positivamente l’interesse istituzionale dell’Unione europea a trovare soluzioni in grado di regolamentare in maniera efficace l’intermediazione finanziaria parallela al settore bancario tradizionale¹⁶⁴. Nello specifico, secondo il punto di vista della BCE, i fondi monetari si erano ritagliati un ruolo di primo ordine nel mercato dei capitali, atteso che gli stessi rappresentavano un’importante fonte di finanziamento sia per l’economia reale, sia per altri attori del sistema finanziario come, ad esempio, gli istituti di credito e le società di cartolarizzazione¹⁶⁵.

¹⁶³ S. JOHNSON, *EU ‘shadow banking’ plan rapped*, in *Financial Times*, 25 March 2012.

¹⁶⁴ EUROPEAN CENTRAL BANK, *Commission’s Green Paper on Shadow Banking. The Eurosystem’s Reply*, 5 July 2012, documento disponibile al seguente indirizzo: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/commissionsgreenpaperonshadowbankingeurosystemreplyen.pdf>.

¹⁶⁵ Tali società, infatti, operavano tradizionalmente attraverso l’emissione di strumenti di debito al fine di acquistare crediti ceduti in blocco dalle banche originatrici. In tale contesto, la connessione con il settore dei fondi monetari avveniva ogniqualvolta questi ultimi acquistavano i titoli emessi

Nonostante la presenza dei fondi monetari in Europa fosse nettamente inferiore rispetto al mercato statunitense, gli stessi si erano comunque ritagliati degli spazi di manovra importanti all'interno del settore della intermediazione creditizia europea¹⁶⁶, rappresentando, anzi, le entità del settore bancario ombra maggiormente collegate, da un punto di vista operativo, con gli istituti di credito tradizionali¹⁶⁷.

In tale quadro, la BCE appoggiava, innanzitutto, la proposta dell'esecutivo europeo di costituire un processo di acquisizione e scambio di informazioni concernenti l'operato delle entità che venivano tradizionalmente ricomprese all'interno del sistema bancario ombra. A tal proposito, la Banca centrale europea aveva proposto l'*European Systemic Risk Board* (ESRB) come organismo maggiormente adatto a raccogliere e studiare dati empirici sull'operato del sistema bancario ombra; il Sistema europeo di Banche centrali si sarebbe limitato a svolgere un ruolo di supporto, fornendo una sorta di assistenza operativa nell'attività di monitoraggio del sistema bancario ombra europeo¹⁶⁸. In secondo

dalle società di cartolarizzazione; in generale, sul tema delle cartolarizzazioni si veda, tra gli altri, L. CAROTA, *Della cartolarizzazione dei crediti*, CEDAM, Padova, 2002; M. MARIANNA, *La cartolarizzazione dei crediti nelle banche: natura economica e rilevazioni contabili*, CEDAM, Milano, 2010; F. BATTAGLIA, M. MAZZUCA, *La Relazione tra attività di cartolarizzazione e liquidità nelle banche italiane. Alcune evidenze empiriche dalla recente crisi finanziaria*, in *Banca Impresa Società*, fasc. n.3/2012, p. 419 e ss.

¹⁶⁶ EUROPEAN CENTRAL BANK, *Commission's Green Paper on Shadow Banking. The Eurosystem's Reply*, cit., p. 2.

¹⁶⁷ L'altro fattore che ha sicuramente inciso nella scelta di approfondire la tematica regolatoria del settore bancario ombra risiedeva nella constatazione del volume di affari gestito all'interno di tale settore. Secondo le stime della BCE relative al primo decennio del XXI secolo, in effetti, il sistema bancario ombra era arrivato a gestire attività finanziarie aventi un valore complessivo pari alla metà delle risorse amministrate dal sistema bancario tradizionale: cfr. al riguardo EUROPEAN CENTRAL BANK, *Shadow Banking in the Euro area: an overview*, in *ECB Occasional Paper n. 133*, April 2012.

¹⁶⁸ EUROPEAN CENTRAL BANK, *Commission's Green Paper on Shadow Banking. The Eurosystem's Reply*, cit., p. 3; a detta della Banca Centrale Europea, in considerazione del rischio sistemico insito nel sistema bancario ombra, non soltanto le attività di monitoraggio, ma anche la regolamentazione prudenziale di tale settore doveva essere prodotta dall'ESRB, mentre le Banche

luogo, la BCE sottolineava come le varie iniziative regolamentari che l'Unione europea avesse deciso di intraprendere nei confronti del sistema bancario ombra avrebbero dovuto essere coerenti con gli orientamenti internazionali espressi dal FSB e dall'IOSCO; la natura globale dei temi affrontati non poteva, infatti, essere lasciata alla pura discrezionalità dei legislatori nazionali, bensì doveva fondarsi su una comune base di riferimento a livello internazionale. Di conseguenza, l'Eurosistema esprimeva piena condivisione per l'idea caldeggiata dalla Commissione europea di estendere determinate disposizioni prudenziali di matrice bancaria (e.g. requisiti patrimoniali) a tutti gli intermediari creditizi non-bancari che agivano nel mercato dei capitali raccogliendo liquidità dal pubblico dei risparmiatori mediante strumenti giuridici alternativi alla stipula di un deposito bancario (c.d. *non-deposit-taking finance companies*). Secondo il pensiero della BCE, l'applicazione analogica dei principi prudenziali tipici del diritto bancario anche al sistema bancario ombra avrebbe ridotto gli spazi di *favor* che tale ultimo settore sembrava ingiustamente godere¹⁶⁹.

Quanto ai fondi monetari, la Banca Centrale Europea affermava che, sebbene questi fondi si impegnassero a mantenere stabile il valore delle quote e ad assicurare liquidità immediata, garantendo, al contempo, un rendimento in linea con il mercato monetario, la regolamentazione di riferimento risultava carente dal punto di vista prudenziale. Sicché, gli impegni che i gestori dei fondi monetari assumevano nei confronti dei quotisti apparivano *de iure condito* difficilmente realizzabili. La carenza regolamentare in esame sembrava, peraltro, presentare indubbi rilievi sistemici dovuti alla funzione di finanziamento a breve termine che i fondi monetari svolgevano nei confronti degli altri soggetti operanti nel sistema economico. Come dimostrato nel recente passato, la pressione al riscatto delle quote aveva pressoché impedito ai fondi monetari di canalizzare le proprie risorse verso impieghi ulteriori rispetto al rimborso del controvalore economico delle

centrali nazionali e delle altre autorità di supervisione finanziaria avrebbero svolto un ruolo di assistenza e supporto.

¹⁶⁹ Ivi, p. 5.

quote stesse, con ciò congelando *sine die* mercati fondamentali per il finanziamento a breve termine dell'economia¹⁷⁰.

In tale ottica, la BCE considerava, in primo luogo, conveniente imporre una trasformazione coattiva dei fondi a NAV costante in fondi con valore delle quote variabili. Questa modifica avrebbe, in particolare, prodotto come effetti positivi: (i) la scomparsa dell'illusione che i fondi a NAV costante fossero soluzioni di gestione della liquidità sostanzialmente simili ai depositi bancari; (ii) la diffusione di maggiore trasparenza circa il reale valore di mercato del patrimonio gestito in monte; (iii) la limitazione dei rischi connessi alla «corsa agli sportelli» e al «*first-mover advantage*». Senonché, in considerazione delle fragilità insite anche nei fondi a NAV variabile, la Banca centrale europea riteneva opportuno affiancare alle disposizioni sull'eliminazione dei fondi a NAV costante anche norme tendenti, da un lato, a limitare l'attività di trasformazione delle scadenze e il rischio di credito assunto dal portafoglio titoli di un fondo monetario, e, dall'altro, a imporre requisiti patrimoniali e di liquidità sulla falsa riga della regolamentazione di matrice bancaria («*bank-like capital and liquidity requirements*»)¹⁷¹. In secondo luogo, con riferimento ai rapporti di credito-debito tra banche e fondi monetari, la BCE affermava che la regolamentazione di Basilea III in tema di *liquidity coverage ratio* si sarebbe dovuta prendere in considerazione come base di riferimento per regolare il rischio di liquidità anche dei fondi monetari.

Dall'esame della risposta della Banca centrale europea al libro verde della Commissione europea emergeva come la prima non avesse tendenzialmente apportato elementi innovativi nel dibattito in tema di fondi monetari, preferendo richiamare nella loro interezza le proposte che sul punto avevano già avanzato i regolatori internazionali, FSB e IOSCO, qualche mese precedente. In particolare, la BCE abbracciava *in toto* l'opzione verso una riforma strutturale dei fondi

¹⁷⁰ Ivi, p. 6.

¹⁷¹ Ivi, p. 7; sul punto si v. anche le analisi di S. JANK, M. WEDOW, *Sturm und Drang in Money Market Funds: When Money Market Funds Cease to Be Narrow*, in *Deutsche Bundesbank Discussion Paper No. 2*, January 26, 2009, documento disponibile ai seguenti indirizzi: <https://ssrn.com/abstract=1333024> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1333024>.

monetari che avesse permesso, da un lato, l'abbandono della forma a NAV costante e, da altro lato, l'estensione della normativa bancaria in tema di requisiti patrimoniali e di liquidità anche ai fondi in esame.

Una spinta fattuale verso la legislazione *de iure condendo* testé auspicata si poteva individuare nella scelta della BCE del luglio 2012 di ridurre ulteriormente il tasso di riferimento offerto dai propri depositi c.d. *overnight* (*Euro Overnight Index Average*, EONIA) da venticinque a zero punti base¹⁷². Questa decisione era particolarmente rilevante per l'universo dei fondi monetari in quanto, dal lato del mercato dei capitali privato, eliminava la possibilità per gli stessi di finanziare le attività speculative delle banche che, onde lucrare sulla differenza tra i tassi di interesse presenti sul mercato, emettevano cambiali finanziarie a breve termine allo scopo di depositare il ricavato così raccolto presso i depositi accesi con la Banca centrale europea; sotto il versante pubblicistico, la decisione della BCE in esame precludeva ai gestori dei fondi monetari di investire il patrimonio amministrato in titoli di stato che, avendo un rendimento sostanzialmente negativo, registravano un valore di mercato in costante regressione¹⁷³. In altri termini, la fissazione di saggi di interesse del mercato monetario nulli e/o negativi, nel rendere infruttifere le poche opportunità di impiego del denaro allora presenti, avrebbe potuto compromettere la capacità dei fondi monetari in generale, ma soprattutto dei fondi a NAV costante, di offrire alla clientela opzioni di investimento convenienti¹⁷⁴. Nel commentare la scelta di politica monetaria in esame, alcuni operatori del settore affermavano, in effetti, che un ambiente connotato da tassi di interesse sostanzialmente negativi era pressoché incompatibile con la commercializzazione di fondi di investimento il

¹⁷² I. KAMINSKA, *What next for European MMFs?*, in *Financial Times*, 11 July 2012.

¹⁷³ J. GUTHRIE, *Money market funds are left floundering*, in *Financial Times*, 4 September 2012, in cui si citava al riguardo il caso dei titoli di stato di Francia e Germania che, al fine di uniformarsi all'andamento dei saggi di interesse fissati dalla Banca centrale europea, offrivano allora un rendimento negativo.

¹⁷⁴ R. ATKINS, A. MAKAN, *Europe's money market funds future in focus*, in *Financial Times*, 4 September 2012; per un'analisi delle opzioni individuate dai fondi monetari al fine di bilanciare l'impatto di tassi di interesse del mercato monetario negativi v. anche A. MAKAN, *Money market funds look to pass on losses*, in *Financial Times*, 4 September 2012.

cui carattere precipuo era, appunto, rappresentato dalla promessa di stabilità del valore nominale dell'investimento e dall'offerta di rendimenti in linea con il mercato monetario¹⁷⁵. A riguardo, temendo di veder diluiti i propri rendimenti, gestori globali di fondi monetari del calibro di *JPMorgan Chase*, *BlackRock* e *Goldman Sachs* avevano deciso di congelare l'accesso di ulteriori quotisti ai fondi ubicati sul suolo europeo. Più esattamente, gli amministratori di *JPMorgan* avevano comunicato ai propri investitori che la decisione della BCE di abbassare il livello dei tassi *overnight* a zero avrebbe sicuramente prodotto la diffusione di strumenti del mercato monetario con tassi negativi; in tale contesto, la connessa diluizione dei rendimenti allora offerti dai fondi monetari poteva essere rinviata soltanto mediante limitazioni alle sottoscrizioni e/o agli scambi di quote di partecipazione ai suddetti fondi. Comunicazioni di identico contenuto erano state prontamente diffuse anche dagli altri operatori del settore, i quali avevano, tuttavia, ritenuto opportuno sottolineare come le politiche di restringimento introdotte non avrebbero comunque intaccato le possibilità di fuoriuscita dai fondi monetari¹⁷⁶.

5.3. Risoluzione del Parlamento europeo sul sistema bancario ombra

Nell'affrontare il rischio sistemico posto dal sistema bancario ombra, con risoluzione del 20 novembre 2012, il Parlamento europeo ha considerato, anzitutto, fondamentale fissare come principio generale la parità di trattamento tra banche e entità che operavano nel c.d. sistema bancario ombra¹⁷⁷. Quest'ultimo

¹⁷⁵ S. JOHNSON, *Clouds gather over money market funds*, in *Financial Times*, 15 July 2012; si v. anche B. ABOULIAN, *Future of money market funds questioned*, in *Financial Times*, 28 October 2012 in cui si riportava come, in risposta alla politica monetaria restrittiva della BCE, le società di gestione del risparmio *Legal & General Investment Management* e *Western Asset Management* avessero rispettivamente liquidato i propri fondi monetari *Euro Liquidity fund* e *Western Asset Euro Government Fund*.

¹⁷⁶ T. BRAITHWAITE, T. ALLOWAY, *Money market funds close after ECB cuts*, in *Financial Times*, 6 July 2012.

¹⁷⁷ PARLAMENTO EUROPEO, *Risoluzione del Parlamento europeo del 20 novembre 2012 sul sistema bancario ombra*, (2012/2115(INI)), (2015/C 419/06), documento disponibile al seguente indirizzo: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52012IP0427&from=IT>.

settore aveva, infatti, incentivato l'esercizio di attività di intermediazione creditizia che, in assenza di una opportuna regolamentazione prudenziale, avevano assunto logiche di funzionamento ispirate a criteri opportunistici. Al fine di risolvere questa situazione, il Parlamento europeo aveva, quindi, giudicato necessario estendere determinate disposizioni patrimoniali di matrice prudenziale anche ad altre istituzioni finanziarie che non rientravano nel campo di applicazione della normativa bancaria tradizionale. Nel procedere in tal senso, tuttavia, il Parlamento europeo poneva particolare attenzione al principio di proporzionalità, atteso che le differenze comunque sussistenti tra sistema bancario ombra, da un lato, e istituti di credito tradizionali, dall'altro, imponevano di procedere ad una valutazione normativa caso per caso¹⁷⁸.

Quanto alla questione propria dei fondi monetari, il Parlamento europeo riconosceva, in *primis*, l'importante ruolo svolto da questi fondi nel finanziamento a breve termine e nella diversificazione del rischio all'interno del mercato dei capitali. Nel condividere le raccomandazioni dell'IOSCO, tuttavia, il Parlamento europeo affermava che ulteriori riforme dell'architettura disciplinare in tema di fondi monetari erano necessarie, atteso che nel contesto europeo l'intervento del CESR del maggio 2010 non aveva compiutamente risolto tutte le criticità allora presenti. Nello specifico, con riferimento ai fondi monetari con valore delle quote costante, il Parlamento europeo riteneva opportuno, in primo luogo, introdurre ulteriori disposizioni prudenziali che fossero in grado di ridurre «i rischi specifici associati a tale caratteristica e per l'internalizzazione dei costi derivanti da tali rischi». In secondo luogo, l'organo di rappresentanza dei cittadini europei riteneva che le autorità di vigilanza avrebbero dovuto incentivare un passaggio obbligatorio di tutti i fondi monetari alla forma a NAV variabile, oppure, qualora ciò non fosse stato concretamente attuabile, l'applicazione ai fondi a NAV costante di ulteriori e più approfondite misure di contenimento del rischio sistemico e, in ogni caso, la sottoposizione a una richiesta di autorizzazione simil bancaria. Infine, il Parlamento europeo invitava la Commissione a formulare iniziative legislative in tema di fondi monetari che tenessero conto sia delle risoluzioni così formulate, sia degli indirizzi di massima espressi a livello

¹⁷⁸ Ivi, p. 2, Risoluzione n. 2.

internazionale, e ciò allo scopo di ridurre al minimo l'arbitraggio regolamentare¹⁷⁹.

Un passaggio obbligatorio di tutti i fondi monetari alla forma a NAV variabile veniva giustificato sotto due punti di vista. In primo luogo, si affermava che la variabilità del valore nominale delle quote avrebbe consentito agli investitori in fondi monetari di avere maggiore contezza circa l'andamento economico delle attività finanziarie presenti in portafoglio. Una valutazione quotidiana degli *asset* sulla base del valore di mercato degli stessi permetteva, infatti, ai quotisti di usufruire di elevati livelli di trasparenza dei fondi di investimento a cui avevano affidato parte delle loro ricchezze. In secondo luogo, si sosteneva che la fluttuazione delle quote insita nella tipologia di fondo a NAV variabile non avrebbe inevitabilmente comportato un automatico abbandono della capacità dei fondi monetari di preservare il patrimonio gestito in monte. A tal riguardo, si citava come caso paradigmatico la decisione assunta – in seguito al fallimento di *Lehman Brothers* – dalla società *Aviva Investors* di trasformare tutti i fondi monetari di tripla-A dalla stessa allora gestiti in fondi a NAV variabile, mantenendo tuttavia l'impegno contrattuale di preservare il valore di ogni singola quota a 1 euro/sterlina¹⁸⁰.

5.4. Raccomandazioni dell'ESRB sui fondi comuni monetari

In parziale controtendenza rispetto alle linee di *policy* adottate dal FSB, dall'IOSCO e dalle istituzioni europee (BCE, Commissione e Parlamento europeo), sul finire del 2012 l'*European Systemic Risk Board* (ESRB) ha provveduto ad emanare delle proprie raccomandazioni sui fondi comuni monetari¹⁸¹. Nello specifico, tali raccomandazioni si erano incentrate su quattro macro-argomenti: (i) fondi monetari a valore costante: la raccomandazione A

¹⁷⁹ Ivi, p. 6, Risoluzione n. 31.

¹⁸⁰ C. COOKSON, *Time to rethink commitment to 'the buck'*, in *Financial Times*, 14 October 2012.

¹⁸¹ EUROPEAN SYSTEMIC RISK BOARD, *Recommendation of the European Systemic Risk Board of 20 December 2012 on money market fund*, ESRB/2012/1, 2013/C 146/01, documento disponibile al seguente indirizzo: https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/recommendations/ESRB_2012_1.en.pdf?8e57aeb9f953421e526109380ccc78bc.

aveva ad oggetto il passaggio obbligatorio di tutti i fondi a NAV costante in fondi monetari con valore delle quote fluttuante; (ii) requisiti di liquidità: la raccomandazione B si incentrava sul rafforzamento gli standard di liquidità a cui i gestori dei fondi monetari avrebbero dovuto sottostare, caldeggiando, per esempio, l'uso di strumenti come le sospensioni temporanee delle richieste di rimborso delle quote in caso di mercati sotto pressione; (iii) trasparenza: la raccomandazione C richiedeva ai fondi monetari di diffondere presso il pubblico degli investitori informazioni rilevanti circa l'assenza di una garanzia pubblica del capitale investito, la possibilità di ricorrere a un aiuto esterno da parte dell'entità *sponsor* e i metodi di valutazione delle attività in portafoglio; (iv) obblighi di informazione e condivisione di dati: la raccomandazione D si prefiggeva l'obiettivo di incentivare gli obblighi di informazione dei gestori dei fondi monetari nei confronti delle autorità di vigilanza competenti, in particolare la trasmissione di dati e notizie circa le richieste di sostegno esterno avanzate e/o erogate¹⁸².

Per quanto concerneva, in particolare, il nodo dei fondi monetari a NAV costante e della loro stretta similitudine con i depositi bancari, l'ESRB considerava, anzitutto, la rinuncia da parte dell'industria a offrire un valore delle quote stabile nel tempo la soluzione migliore¹⁸³. Invero, a detta del Comitato europeo per il rischio sistemico, l'opzione indicata dagli altri legislatori internazionali di mantenere i fondi a NAV costante soltanto a condizione di estendere a questi ultimi la normativa prudenziale bancaria non avrebbe prodotto gli effetti auspicati. Le caratteristiche strutturali dei fondi monetari venivano considerate incompatibili sia con gli scopi di vigilanza perseguiti nella disciplina bancaria, sia con l'interesse a salvaguardare le posizioni economiche dei risparmiatori-persone fisiche. A differenza di questi ultimi, nel mercato mobiliare gli investitori si assumono *in toto* il rischio di perdere il capitale investito: di conseguenza, l'applicazione della normativa bancaria a tutela dei piccoli depositanti anche ai quotisti dei fondi di investimento sarebbe andata a cozzare con le logiche di funzionamento tipiche di quest'ultimo settore. In secondo luogo,

¹⁸² Ivi, p. 3.

¹⁸³ Ivi, p. 24.

l'ESRB sosteneva che la modifica della disciplina dei fondi monetari in senso conforme alla regolamentazione prudenziale bancaria avrebbe potuto aggravare la confusione allora presente nel pubblico degli investitori tra l'acquisto di quote di un fondo monetario e la stipula di un contratto di deposito bancario. Pertanto, piuttosto che migliorare le condizioni di tutela all'interno del settore di riferimento, in una sorta di eterogenesi dei fini, l'applicazione analogica della normativa bancaria di matrice prudenziale ai fondi monetari veniva giudicata dall'ESRB come un fattore in grado di peggiorare la sfera giuridica degli investitori¹⁸⁴.

Particolare enfasi era, inoltre, dedicata al tema del sostegno esterno a fondi monetari in difficoltà. Invero, secondo studi di mercato condotti da *Moody's* in relazione alle conseguenze della crisi dell'autunno del 2008, si era rilevato che circa 62 fondi monetari statunitensi ed europei avevano beneficiato di procedure di salvataggio esterno (c.d. *bailout*) da parte delle proprie società-madre, ricevendo in particolare l'equivalente di circa 12 miliardi di dollari di facilitazioni creditizie a compensazione delle perdite di mercato allora sofferte¹⁸⁵. La pratica del sostegno esterno non rappresentava in ogni caso il portato degli stravolgimenti finanziari dell'inizio del XXI secolo, atteso che, sempre secondo lo studio pubblicato da *Moody's*, tra il 1980 e il 2007 il settore dei fondi monetari aveva registrato all'incirca 146 operazioni di rifinanziamento offerte dalle relative entità *sponsor*¹⁸⁶. Prendendo spunto dalla misura del fenomeno in esame, l'ESRB aveva, quindi, assunto una posizione sostanzialmente negativa alla reiterazione *sine die* della prassi del salvataggio esterno dei fondi monetari. Più esattamente, il regolatore europeo affermava, in primo luogo, che l'incertezza sull'effettiva erogazione di aiuti finanziari a favore di fondi monetari in difficoltà, piuttosto che garantire adeguati livelli di stabilità finanziaria, doveva essere vista più propriamente come un fattore incentivante il c.d. *run risk*. In secondo luogo, si

¹⁸⁴ Ivi, p. 28.

¹⁸⁵ S. JOHNSON, *No let up for money market funds*, in *Financial Times*, 21 October 2012.

¹⁸⁶ MOODY'S, *Sponsor Support Key to Money Market Funds*, Special Comment, August 2010, documento disponibile al seguente indirizzo: https://www.alston.com/files/docs/Moody's_report.pdf.

sosteneva che l'attivazione di linee di credito di emergenza poteva provocare – come effetto indesiderato – la diffusione dell'insolvenza del fondo monetario anche all'entità sovvenzionatrice: l'eventuale obbligo di assistenza fornito dalla società-madre a un fondo monetario in difficoltà avrebbe potuto, infatti, seriamente compromettere le riserve di liquidità costituite dalla prima in funzione anticiclica. Infine, l'ESRB riteneva il meccanismo del sostegno esterno un fattore distorsivo del libero gioco della concorrenza, in quanto indirettamente ostacolante l'entrata nel settore della gestione collettiva dei fondi monetari che non potevano fare affidamento su una società controllante in grado di fornire all'occorrenza sostegni economici esterni. Il vantaggio competitivo che derivava da quest'ultima misura si risolveva, in altri termini, in una spinta alla concentrazione del mercato dei fondi monetari, e in una parallela riduzione del numero complessivo di entità economiche attive nel finanziamento a breve termine¹⁸⁷.

¹⁸⁷ S. JOHNSON, *Plan to ban money fund bailouts*, in *Financial Times*, 21 October 2012.

III. L'ESPERIENZA REGOLATORIA AMERICANA

1. Nuove istanze di modifica della riforma del 2010: la proposta Schapiro

Nel corso del 2012 il legislatore statunitense ha deciso di ritornare ad affrontare il nodo regolatorio dei fondi monetari, optando in particolare per una sorta di «correttivo» alla normativa che sul tema era stata adottata soltanto un paio di anni prima¹. Secondi i report diffusi dalla SEC ai fini di consultazione pubblica, le nuove disposizioni avrebbero dovuto comportare un inasprimento dei requisiti prudenziali imposti ai fondi monetari aventi valore delle quote costanti (c.d. Constant NAV fund): più esattamente, i gestori di questi ultimi fondi avrebbero dovuto scegliere tra un passaggio obbligatorio alla tipologia di fondo monetario con quote variabili (c.d. Variable NAV fund)², ovvero il mantenimento della forma originaria a patto di (i) costituire riserve di capitale avverso il rischio di perdite di portafoglio³ e/o (ii) predisporre limiti alla facoltà di fuoriuscita dal

¹ Sulla discussione interna alla SEC in merito alla nuova istanza di regolamentazione dei fondi monetari cfr. A. ACKERMAN, *The 2012 Regulatory and Market Landscape*, in *The Wall Street Journal*, 3 January 2012; per una lettura favorevole alla riforma in esame v. M. MCARDLE, *Will the Government Put Money Market Funds Out of Business?*, in *The Atlantic*, 7 February 2012.

² Per una lettura favorevole alla obbligatoria fluttuazione delle quote di un fondo monetario cfr. M. GONZALEZ, *On Money Funds: Dollars and Sense*, in *The Wall Street Journal*, 13 February 2012.

³ Proposte volte a costituire riserve di capitale a fronte del rischio sistemico dei fondi monetari si rinvenivano anche in SQUAM LAKE GROUP, *Reforming Money Market Funds*, Letter to the Securities and Exchange Commission, January 2011, disponibile al seguente indirizzo: <https://www.sec.gov/comments/4-619/4619-57.pdf>; S. MENDELSON, R. HOERNER, *BlackRock letter to the Securities and Exchange Commission*, disponibile al seguente indirizzo: <https://www.sec.gov/comments/4-619/4619-22.pdf>, January 2011, p. 5, in cui si afferma che la riserva di capitale deve, però, essere costituita ad un livello modesto, al fine di non creare eccessiva fiducia sulla stabilità di questi particolari fondi di investimento; S. C. GOEBEL, C. E. DWYER, C. DAVID MESSMAN, *Fidelity, Charles Schwab, and Wells Fargo letter to the Securities and Exchange Commission*, May 2011, documento disponibile al seguente indirizzo: <https://www.sec.gov/comments/4-619/4619-97.pdf>; per un commento tendente a fare emergere le criticità connesse ai requisiti di capitale v. D. REILLY, *Dispelling the Money-Market Myth*, in *The Wall Street Journal*, 6 March 2012, in cui si afferma, tra l'altro, che i c.d. cuscinetti di capitale tendono a riflettere un falso senso di sicurezza, atteso che solitamente i requisiti patrimoniali sono

fondo in caso di turbolenze finanziarie, riducendo in particolare la possibilità per i quotisti di riscattare in un'unica soluzione la totalità dei fondi in precedenza depositati⁴. La ragione di questa nuova proposta si rinveniva nel convincimento della SEC secondo il quale la riforma del 2010, sebbene avesse imposto stringenti regole in tema di politiche di investimento e obblighi di diffusione di informazioni alla clientela, non aveva comunque diminuito il rischio sistemico dei fondi monetari⁵. Le corse al ritiro delle disponibilità liquide depositate presso i fondi monetari, in astratto manifestabili in base alla normativa allora vigente, non erano giudicate conformi al corretto andamento del mercato finanziario⁶: come noto, le quote di partecipazione a un fondo monetario, a differenza dei depositi bancari, non godevano di alcun tipo di garanzia pubblica, tuttavia gli investitori nutrivano la legittima aspettativa di riottenere quotidianamente lo stesso valore nominale delle quote in precedenza sottoscritte⁷. Nel caso in cui il gestore di un fondo

stati fissati in maniera arbitraria sulla base dei *rating* assegnati alla rischiosità degli asset in portafoglio.

⁴ A. MAKAN, *Regulatory fears weigh on money market managers*, in *Financial Times*, 7 February 2012.

⁵ C. GARCIA, *MMFs, deposit insurance, and regulation in the age of shadow bank runs*, in *Financial Times*, 2 April 2012; A. ACKERMAN, K. GRIND, *U.S. Sets Money-Market Plan*, in *The Wall Street Journal*, 7 February 2012.

⁶ D. MCCRUM, S. NASIRIPOUR, *New rules proposed for money market funds*, in *Financial Times*, 8 February 2012; sulla posizione assunta, in particolare, dalla Presidente della SEC, Ms. Mary Schapiro, in una testimonianza di fronte al Senato americano secondo la quale la riforma del 2010 non aveva risolto il problema della corsa al ritiro delle quote dei fondi monetari cfr. S. NASIRIPOUR, *SEC chief backs money market fund reforms*, in *Financial Times*, 21 June 2012; sul punto cfr. anche C. GARCIA, *The right and wrong debates about money market funds*, in *Financial Times*, 25 June 2012; A. ZIBEL, J. SPARSHOTT, *Geithner Defends Dodd-Frank, Pledges Housing Moves*, in *The Wall Street Journal*, 2 February 2012.

⁷ K. MACKENZIE, *Bernanke and the MMFs*, in *Financial Times*, 10 April 2012, in cui veniva citato un discorso dell'allora Presidente della Federal Reserve, Ben Bernanke, secondo il quale la regolazione dei fondi monetari del 2010 non aveva ridotto il rischio di *run* presente nel settore in esame. Invero, la presenza di questo particolare rischio si giustificava, tra le altre cose, sulla base dei seguenti fattori: offerta di quote con valore nominale fissato arbitrariamente a 1 dollaro, presenza di investitori altamente *risk-averse* e, infine, mancanza di meccanismi di assorbimento delle perdite interni ai fondi monetari.

monetario avesse commesso un errore di valutazione, investendo per esempio in attività finanziarie poi rivelatesi insolventi, l'incapacità di soddisfare prontamente richieste di rimborso avrebbe potuto scatenare il c.d. «*neighbourhood risk*», ossia la diffusione di difficoltà interne ad un fondo monetario all'intero mercato finanziario⁸.

La nuova proposta disciplinare della SEC non è stata, ovviamente, accolta positivamente dall'industria di riferimento⁹: secondo vari sondaggi condotti presso la comunità degli investitori americani, circa l'80 per cento dei soggetti interessati erano contrari a una forzosa conversione dei fondi monetari a NAV costante in fondi aventi valore delle quote variabile¹⁰, mentre la stragrande maggioranza dei clienti istituzionali erano inclini a ridurre e/o eliminare la percentuali di attività finanziarie investite nel recente passato in fondi monetari, preferendo allocare le proprie disponibilità liquide presso depositi bancari o altre soluzioni di gestione della liquidità più convenienti¹¹. Ed invero, i dati empirici dimostravano che dall'annuncio delle nuove proposte regolatorie, i fondi monetari avevano registrato per circa sei settimane consecutive un calo delle attività finanziarie gestite in monte, con riduzioni di ammontare pari a circa 15 miliardi di dollari, mentre il totale degli strumenti del mercato monetario amministrati, dopo

⁸ D. MCCRUM, *Hybrid models eyed for money market funds*, in *Financial Times*, 9 April 2012.

⁹ C. GARCIA, *Sterilisation, money market funds, and anti-stimulus*, in *Financial Times*, 24 April 2012; R. RUSSOLILLO, *Federated, Schwab Shares Whacked By Money-Market Plan*, in *The Wall Street Journal*, 7 February 2012 in cui si riporta che dall'annuncio della nuova proposta regolamentare, le azioni di società di investimento attive nel settore dei fondi monetari avevano visto ridurre il proprio valore nominale: in particolare, le azioni di *Federated Investors* erano diminuite di circa il 5 per cento, mentre il valore azionario unitario di *Charles Schwab* e *Legg Mason* si era ridotto rispettivamente di 2.7 e 1.9 per cento.

¹⁰ Cfr. in tal senso A. ACKERMAN, K. GRIND, *Money-Fund Plan Hits Resistance*, in *The Wall Street Journal*, 6 March 2012.

¹¹ D. MCCRUM, *Money markets at risk from SEC shake-up*, in *Financial Times*, 10 July 2012; K. GRIND, *Money-Fund Plan Gets Cold Shoulder*, in *The Wall Street Journal*, 16 February 2012; TREASURY STRATEGIES, *Money Market Fund Regulations: The Voice of the Treasurer*, Study Commissioned by the Investment Company Institute, April 2012, documento disponibile al seguente indirizzo:

https://www.ici.org/system/files/attachments/pdf/rpt_12_tsi_voice_treasurer.pdf.

aver raggiunto circa 3,7 trilioni di dollari prima della crisi del 2007-08, si attestavano allora a circa 2,7 trilioni di dollari, registrando così nel giro di un lustro una perdita netta di circa un trilione di dollari¹². In tale contesto, si tendeva comunque a sostenere che, da un lato, le modifiche alla normativa introdotta nel 2010 avevano reso il settore dei fondi monetari in grado di gestire internamente situazioni di crisi¹³, e, dall'altro, che qualsiasi ulteriore rafforzamento dei requisiti prudenziali avrebbe comportato come inevitabile conseguenza la fuoriuscita dal mercato dei fondi monetari¹⁴. In altri termini, a detta degli operatori economici interessati, la nuova presa di posizione della SEC risultava carente dal punto di vista dell'analisi costi-benefici atteso che l'autorità regolatoria non sembrava avesse posto adeguato peso agli effetti economici che i nuovi vincoli disciplinari avrebbero potuto produrre sull'operatività dei fondi monetari¹⁵.

Sotto altro versante, gli «*stakeholders*» non avevano mancato di proporre misure alternative che, al fine di appagare il desiderio della SEC di raggiungere una maggiore stabilità finanziaria nel settore dei fondi monetari, cercavano di «smorzare» i limiti in tema di rimborso delle quote avallati dall'Autorità di vigilanza. In tal senso potevano essere lette, per esempio, due proposte avanzate rispettivamente dall'industria di riferimento e da alcuni studiosi della Federal Reserve. Quanto alla prima proposta, alcuni esponenti del settore avevano

¹² C. GARCIA, *MMF investors are getting antsy*, in *Financial Times*, 12 April 2012.

¹³ S. JOHNSON, *Grave threat to money funds*, in *Financial Times*, 11 March 2012, in cui si cita come esempio emblematico della nuova solidità raggiunta dai fondi monetari la gestione ordinata di richieste di rimborso, pari a 133 miliardi di dollari, avanzate dai quotisti statunitensi nel corso del 2011.

¹⁴ B. WILCOX VOLZ, *SEC reforms 'will kill' money market funds*, in *Financial Times*, 4 May 2012 in cui vengono riportate le varie iniziative di *moral suasion* intraprese, tra gli altri, dall'*Investment Company Institute*, *Federated Investors*, *Fidelity Investments* e *Charles Schwab* dirette a modificare la prima proposta di riforma dei fondi monetari avanzata dalla SEC; in senso conforme J. MARTE, *Will Rules Kill Appeal of Money-Market Funds?*, in *The Wall Street Journal*, 12 February 2012.

¹⁵ A. GREENE, *Markets and regulator keep industry on its toes*, in *Financial Times*, 4 May 2012; sugli effetti negativi che la nuova proposta avrebbe potuto causare nei confronti del settore produttivo cfr. E. CHASAN, *Treasurers Bristle at Money Market Proposals*, in *The Wall Street Journal*, 8 February 2012.

affermato che una soluzione concretamente praticabile poteva essere individuata nell'applicazione di una commissione di liquidità (c.d. *liquidity fee*) ai quotisti desiderosi di fuoriuscire da un fondo durante un periodo di stress sul mercato finanziario. L'imposizione obbligatoria di una commissione di fuoriuscita dal fondo serviva, a ben vedere, a disincentivare il c.d. *first mover advantage*, e con esso il conseguente fenomeno della corsa generalizzata al rimborso delle quote¹⁶. In base a questa proposta, infatti, in caso di turbolenza finanziaria, il quotista di un fondo monetario si sarebbe trovato di fronte alla scelta tra l'ottenimento immediato della liquidità depositata nel fondo, accettando però di lasciare temporaneamente una somma di denaro (tre o cinque percento del valore nominale delle quote riscattate) a titolo di «penale» nel patrimonio gestito in monte, ovvero la possibilità di preservare il valore nominale delle quote sottoscritte rimanendo nel fondo monetario in difficoltà ed evitando così (i) di esercitare il proprio diritto di recesso; (ii) di vincolare somme di denaro nel fondo sotto forma di commissioni di liquidità. Sebbene questa proposta avesse, da un lato, il pregio di non restringere eccessivamente la libertà di fuoriuscita da un fondo monetario, da un altro punto di vista parte della dottrina aveva affermato che tecniche di disincentivo al rimborso delle quote subordinate all'emersione di situazioni di difficoltà finanziaria non avrebbero eliminato il *run risk*, bensì lo avrebbero semplicemente anticipato al periodo immediatamente precedente una crisi economica (c.d. *preemptive run*). Più esattamente, strumenti come divieti di fuoriuscita da un intermediario (c.d. *gates*) e/o commissioni di liquidità (c.d. *commission fee*) la cui applicazione dipendesse dalla manifestazione di fenomeni di instabilità finanziaria non escludevano o disincentivano la generalità degli investitori a esercitare il rispettivo diritto di recesso da un fondo, ma si risolvevano *sic et simpliciter* in una spinta per i quotisti più informati a evitare l'applicazione di tali strumenti, chiedendo in concreto il rimborso delle quote nell'arco temporale presumibilmente precedente l'emersione di difficoltà economiche¹⁷. In tale contesto si inseriva, quindi, la proposta avanzata da alcuni

¹⁶ S. JOHNSON, *US money market's reform idea*, in *Financial Times*, 27 May 2012.

¹⁷ In tal senso si v. M. CIPRIANI, A. MARTIN, P. MCCABE, B.M. PARIGI, *Gates, Fees, and Preemptive Runs*, in *Federal Reserve Bank of New York Staff Report* No. 670, April 2014,

studiosi della Federal Reserve Bank of New York di ricorrere alla c.d. *minimum balance at risk*, ossia a uno strumento giuridico in base al quale il quotista uscente poteva ottenere al massimo circa il 95 per cento del controvalore delle quote sottoscritte in un fondo monetario, mentre il restante cinque per cento restava obbligatoriamente depositato nel fondo per un lasso temporale non inferiore a 30 giorni; alla fine del periodo di sospensione, se il fondo non avesse dichiarato *default*, il quotista si sarebbe potuto impossessare anche del restante cinque per cento, altrimenti la somma in tal modo vincolata sarebbe stata utilizzata per ripianare primariamente le perdite manifestatesi nell’arco temporale sopra indicato¹⁸. Secondo quest’ultima proposta, infatti, la percentuale obbligatoriamente depositata nel fondo veniva subordinata rispetto alle quote degli investitori non-uscenti ai fini della copertura delle passività del fondo monetario insolvente¹⁹. La maggiore utilità/praticabilità di questa proposta, rispetto a quella incentrata – per esempio – sulla commissione di liquidità, si rinveniva in alcune caratteristiche del *minimum balance at risk* così ideato dagli economisti della Federal Reserve di New York. In primo luogo, si affermava che la restrizione del cinque per cento non andava a incidere su tutte quelle transazioni il cui ammontare non eccedevano il 95 per cento: più esattamente, finché un riscatto parziale delle quote non andava a intaccare la percentuale indicata come «*minimum balance*», il quotista poteva immediatamente beneficiare del controvalore delle quote uscenti, senza subire a tal proposito ritardi e/o commissioni di liquidità²⁰. In secondo luogo, si sosteneva che questa misura non

documento disponibile al seguente indirizzo:
https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr670.pdf.

¹⁸ P. E. McCABE, M. CIPRIANI, M. HOLSCHER, A. MARTIN, *The Minimum Balance at Risk: A Proposal to Mitigate the Systemic Risks Posed by Money Market Funds*, in *Federal Reserve Bank of New York Staff Report* No. 564, July 2012, documento disponibile al seguente indirizzo: https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr564.pdf; sul punto si veda anche la ricostruzione offerta da M.S. DERBY, *NY Fed Report Advocates Limiting Some Money-Market Fund Withdrawals*, in *The Wall Street Journal*, 19 July 2012.

¹⁹ C. GARCIA, *FSOC pushes ahead on MMF reform*, in *Financial Times*, 28 September 2012.

²⁰ P. E. McCABE, M. CIPRIANI, M. HOLSCHER, A. MARTIN, *The Minimum Balance at Risk: A Proposal to Mitigate the Systemic Risks Posed by Money Market Funds*, cit., p. 2.

soltanto limitava il rischio di fuoriuscite collettive dal fondo, bensì rendeva l'opzione *exit* antieconomica: come affermato sopra, in caso di fallimento del fondo il *minimum balance* si sarebbe dovuto utilizzare come primo argine per la copertura delle perdite, con ciò incrementando in maniera esponenziale il costo-opportunità di un riscatto delle quote di un fondo monetario²¹. Infine, si sottolineava come la restrizione al riscatto delle quote prevista dal *minimum balance*, non essendo soggetta al manifestarsi di condizioni esterne come la commissione di liquidità, fosse applicabile in ogni contingenza economica; di conseguenza, gli investitori, anche quelli più informati sull'andamento economico di un fondo monetario, non avevano la possibilità di «giocare d'anticipo» evitando l'applicazione di restrizioni condizionate alla situazione economica di un fondo. In tal modo si eliminava alla radice la possibilità di subire sia le normali corse al riscatto delle quote, sia le c.d. corse *preemptive*, cioè quelle richieste collettive di fuoriuscita da un fondo monetario che, al fine di evitare limitazioni al diritto di recesso, venivano avanzate in via antecedente al manifestarsi di situazioni di difficoltà economica²².

Le diffuse reazioni negative alla proposta della SEC raggiunsero in breve il risultato sperato dall'industria dei fondi monetari: soltanto alcuni mesi dopo la pubblicazione della notizia circa la volontà dell'Autorità di vigilanza statunitense di migliorare ulteriormente la *Rule 2a-7* dell'*Investment Company Act*, l'allora Presidente della SEC, Ms. Mary Schapiro, fu costretta ad annunciare la mancanza della maggioranza interna alla commissione necessaria per proseguire l'iter regolamentare²³. In effetti, tre quinti dei componenti della SEC, ossia la

²¹ *Ibidem*.

²² Ivi, p. 8 e ss; allo scopo di preservare la viabilità dei fondi monetari, altra parte della dottrina statunitense proponeva, invece, di eliminare il requisito della costanza del valore nominale delle quote, ovvero procedere all'immediata liquidazione del patrimonio di un fondo, soltanto nel caso in cui si fosse manifestata un'ipotesi di «*breaking the buck*», cfr. in tal senso J. FISCH, E. D. ROITER, *On Money-Market Funds, Liquidity and Accountability*, in *The Wall Street Journal*, 15 February 2012.

²³ S. NASIRIPOUR, *Schapiro admits defeat over money funds*, in *Financial Times*, 23 August 2012; P. EAVIS, N. POPPER, *In Effort to Curb Money Market Funds, a Plan B Is Considered*, in *The New York Times*, 23 August 2012; sulle reazioni delle altre Autorità di vigilanza cfr. P. EAVIS, *Geithner*

maggioranza assoluta della Commissione, avevano pubblicamente espresso dei veti alla strutturale riforma dei fondi monetari avanzata in prima istanza dalla stessa Ms. Schapiro mediante uno «staff proposal», giudicandola – in particolare – pericolosa per la tenuta sistemica del settore in esame e, in ogni caso, meritevole di ulteriori approfondimenti²⁴.

In parallelo alle proposte di riforma così articolate, parte della dottrina affermava che la disciplina regolamentare allora applicabile ai fondi monetari presentava delle peculiarità tali da rendere questo settore della gestione collettiva altamente instabile. In particolare, si tendeva a sottolineare che la fragilità dei fondi monetari emersa durante la crisi finanziaria del 2008 si dovesse rinvenire soprattutto nel fatto che questi fondi emettevano dal lato delle passività soltanto capitale di «pseudo-debito» (*id est*, quote di partecipazione al fondo), senza tuttavia raccogliere capitale di rischio (c.d. *equity*) allo scopo di coprire eventuali perdite di esercizio²⁵. Secondo questa corrente di pensiero, invero, la regolamentazione finanziaria dei fondi comuni aperti non si doveva occupare soltanto della tutela degli investitori, bensì salvaguardare più in generale il

Urges an Overhaul of Rules on Money Market Funds, in *The New York Times*, 27 September 2012.

²⁴ Per una lettura in chiave critica della battuta d'arresto regolamentare cfr. C. GARCIA, *US money market fund reform goes down*, in *Financial Times*, 23 August 2012; sulla necessità in particolare avanzata dal Commissario SEC democratico Mr. Luis Aguilar di effettuare nuovi studi in tema di fondi monetari v. N. POPPER, *Changes to Money Market Funds Stall*, in *The New York Times*, 22 August 2012, secondo il quale «There's a lot that we know we don't know [...] It would make sense for us to get a handle on those before we do a proposal»; in senso conforme alle fonti precedenti si v. anche D. WESSEL, *SEC Can't Agree on a Fix For Money-Market Funds*, in *The Wall Street Journal*, 23 August 2012.

²⁵ J. MORLEY, *The Regulation of Mutual Fund Debt*, in *Yale Journal of Regulation*, Vol. 30, 2013, p. 3 e ss.; in senso conforme cfr. J. N. GORDON, *Perspectives on Money Market Mutual Fund Reform*, Submission to the Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, U.S. Senate, June 2012, documento disponibile al seguente indirizzo: <https://www.law.columbia.edu/news/archive/professor-jeffrey-gordon-submits-congressional-testimony-money-market-mutual-fund-reform>, in cui l'autore afferma che i fondi monetari, sebbene fossero entità simili alle banche, operavano in concreto senza strumenti in grado di coprire perdite di esercizio e, più in generale, internalizzare il costo sistemico derivante dalla loro attività di trasformazione delle scadenze.

corretto andamento del sistema finanziario; di conseguenza, una disciplina prudenziale che non tenesse adeguatamente conto, a titolo esemplificativo, delle esternalità negative derivanti dal fallimento di un fondo monetario avrebbe dovuto subire una modifica strutturale²⁶. In questo ordine di idee dovevano essere lette le proposte di disciplina dei fondi monetari che, a vario titolo, chiedevano l'istituzione obbligatoria di cuscinetti di capitale (c.d. *capital buffer*), limiti alla possibilità di fuoriuscita immediata da un fondo monetario (c.d. *gates*), ovvero obblighi di segnalazione del reale valore di mercato delle attività finanziarie gestite in monte²⁷.

La diatriba sulla misura della regolamentazione dei fondi monetari lasciava – comunque – irrisolta la questione della economicità di questa particolare tipologia di fondo di investimento²⁸. Il basso livello dei tassi di interesse rinvenibile nel corso del 2012 rappresentava, a ben vedere, un rischio sistemico rilevante: società di investimento come *Fidelity*, *Wells Fargo*, *JPMorgan* e *T Rowe Price* riuscivano a offrire tassi di rendimento sui rispettivi fondi monetari, al netto dei costi di servizio comunque ridotti ai minimi storici, pari a un misero punto base (0,01 %). In questo contesto, il rischio che si paventava all'orizzonte atteneva, anzitutto, al probabile contraccolpo economico (*credit crunch*) che il mercato delle cambiali finanziarie avrebbe potuto subire in caso di progressiva perdita di importanza dei fondi monetari, storici acquirenti dei titoli di debito a breve termine emessi nel mercato monetario²⁹. In secondo luogo, alcuni studiosi sottolineavano il fatto che un trasferimento massivo di disponibilità liquide dai fondi monetari ai depositi bancari, rendendo alcuni intermediari

²⁶ Per una critica alla proposta disciplinare richiamata nel testo si v. S. JOHNSON, *Debt plan proposal for mutual funds*, in *Financial Times*, 9 September 2012.

²⁷ J. MORLEY, *The Regulation of Mutual Fund Debt*, cit., p. 18.

²⁸ S. NASIRIPOUR, *US regulators outline money fund reforms*, in *Financial Times*, 14 November 2012.

²⁹ E. UHLFELDER, *Money funds lose worth in low interest rate world*, in *Financial Times*, 9 September 2012, in cui si riporta che nei primi sette mesi del 2012 l'ammontare delle commissioni annullate, pari a circa 2.9 miliardi di dollari, avevano superato il totale delle commissioni a vario titolo raccolte (2,7 miliardi di dollari).

bancari ancora più grandi, avrebbe potuto aumentare il rischio sistemico derivante dalle entità c.d. «*too-big-to-fail*»³⁰.

2. Nuove istanze di modifica della riforma del 2010: la proposta White

Sebbene in tempi normali la «sconfitta» della SEC avrebbe rappresentato la c.d. parola fine sulla nuova regolamentazione dei fondi monetari, la disciplina prudenziale post-crisi finanziaria del 2008 aveva parzialmente modificato le regole del gioco. In particolare, ai sensi del *Dodd-Frank Act*³¹ del 2010, il legislatore americano aveva creato, tra le altre cose, il *Financial Stability Oversight Council*, organismo di regolamentazione formato dai 10 Presidenti delle Agenzie federali preposte a vario titolo alla supervisione sul mercato, finanziario e non, il cui compito istituzionale comprendeva: (i) la pubblicazione di raccomandazioni alle altre autorità di supervisione allo scopo di incentivare la promulgazione di nuove discipline di vigilanza; (ii) la qualificazione di un intermediario finanziario non-bancario come «sistemico» al fine di sottoporlo al controllo della Federal Reserve³². In tale quadro, perciò, alcuni *policy makers* auspicavano un intervento del *Financial Stability Oversight Council* (di seguito, per brevità, FSOC) in grado di avallare una nuova e maggiormente condivisa proposta regolamentare avente ad oggetto le criticità dei fondi monetari³³. Più

³⁰ B. MALKIEL, *Money market funds come under attack*, in *Financial Times*, 31 October 2012, in cui si affermava che anche una fuoriuscita dei fondi monetari verso settori finanziari non regolamentati e/o *off-shore* avrebbe incentivato il livello generale dei rischi al sistema finanziario; secondo l'Autore l'obiettivo del regolatore doveva essere quello di trovare delle soluzioni condivise che avrebbero, da un lato, preservato il settore dei fondi monetari e, dall'altro, salvaguardato il corretto operare del mercato.

³¹ Cfr. Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010, Pub L 111-203, HR 4173.

³² M. P. FINK, *Historical Rationale for US Money Market Funds*, in *Money Market Funds in the EU and the US: Regulation and Practice*, edited by V. BAKLANOVA, J. TANEGA, Oxford University Press, 2014, p. 97 e ss.

³³ La ragion d'essere del FSOC si rinveniva, d'altronde, nella garanzia che un singolo regolatore (nel caso di specie, la SEC) non avesse la possibilità di bloccare riforme disciplinari utili alla stabilità finanziaria: cfr. in tal senso V. MCGRANE, *Money Funds Pose Test for New Watchdog*, in

esattamente, il FSOC avrebbe dovuto formulare delle raccomandazioni su un'auspicabile riforma dei fondi monetari sulla base delle quali la SEC avrebbe potuto prestare acquiescenza, ovvero dichiarare espressamente le ragioni ostative all'accoglimento della posizione del Collegio dei supervisori³⁴; in quest'ultimo caso, tuttavia, le Autorità di vigilanza bancaria avrebbero potuto: a) limitare la possibilità degli istituti di credito di ricevere finanziamenti dai fondi monetari; b) restringere la facoltà delle banche di supportare esternamente fondi monetari in difficoltà; c) sottoporre i fondi monetari a valenza sistemica alla stessa vigilanza prudenziale riservata agli istituti bancari³⁵.

Nel commentare l'allora stato dell'arte, parte della dottrina affermava, da un lato, che l'intervento di una nuova autorità come il FSOC doveva essere salutato con tiepido ottimismo atteso che un'eventuale sconfitta di quest'ultimo regolatore nei confronti dell'industria dei fondi monetari avrebbe potuto indebolire fin dall'inizio la sua credibilità nel perseguire il mandato legislativo legato all'individuazione di rischi e minacce alla stabilità finanziaria³⁶. Sotto altro versante, si sosteneva che la necessità di riformare i fondi monetari trovava fondamento nella concezione imperante della scienza economica in base alla quale la risoluzione di crisi finanziarie fosse un mero problema di «giusta ricetta disciplinare»: così come Basilea III e la c.d. *Volcker rule* avrebbero risolto rispettivamente le inefficienze di Basilea II e del mercato di titoli, allo stesso modo l'introduzione di *buffer* di capitale all'uno per cento e limitazioni al riscatto

The Wall Street Journal, 24 August 2012; P. EAVIS, *A Third Option for Regulators in the Money Market Fund Fight*, in *The New York Times*, 30 August 2012.

³⁴ M. L. SCHAPIRO, *In the Money-Market for More Oversight*, in *The Wall Street Journal*, 20 September 2012.

³⁵ In senso conforme si vedano le parole dell'allora Segretario del Tesoro americano, Mr. Tim Geithner, riportate in S. NASIRIPOUR, *Geithner lays out ideas for fund reform*, in *Financial Times*, 28 September 2012.

³⁶ Per una lettura critica del ruolo assegnato dal *Dodd Frank Act* al FSOC, si v. le analisi di H. PEIRCE, *No Need to Rush New Money-Market Fund Regulations*, in *Mercatus Center – George Mason University*, 28 February 2013, documento disponibile al seguente indirizzo: https://www.mercatus.org/expert_commentary/no-need-rush-new-money-market-fund-regulations; ID., *Banking Regulators Could Use a Lesson in Humility from Hayek*, in *American Banker*, 30 September 2014.

delle quote nella misura massima del tre per cento del patrimonio netto di un fondo monetario avrebbero eliminato *tout court* il rischio di corse al riscatto delle quote. Senonché, questa visione scontava l'assunto di base secondo il quale nella storia del mercato finanziario, in seguito a crisi economiche, adeguati livelli di fiducia sono stati reintrodotti soltanto attraverso sostanziosi interventi di liquidità da parte delle Autorità competenti, mentre le pur doverose riforme regolamentari nel tempo introdotte hanno svolto un ruolo da «comprimario»³⁷.

Peraltro, criticità sul ruolo del FSOC in merito alla riforma dei fondi monetari si rinvenivano anche all'interno della stessa comunità dei regolatori, e, in particolare, da alcuni esponenti (attuali e non) di spicco della SEC stessa, i quali sostenevano, anzitutto, che la limitazione del raggio di azione dei fondi monetari dovesse bilanciarsi con l'effetto pro-concorrenziale che i fondi in esame svolgevano nei confronti dei depositi bancari³⁸, e in secondo luogo che l'indipendenza di giudizio e le tempistiche di indagine della Commissione non potessero essere limitate da altre Autorità amministrative, nazionali e/o internazionali³⁹.

Sotto la direzione della nuova Presidente, Ms. Mary Jo White, nel mese di giugno 2013 la SEC ha deciso di votare all'unanimità la pubblicazione di due

³⁷ Sul punto si vedano le analisi di M. BULLARD, *Money Market Funds on Life Support*, in *Morningstar*, 3 October 2012, documento reperibile al seguente indirizzo: <https://www.morningstar.com/articles/569140/money-market-funds-on-life-support>, secondo il quale, peraltro, «[...] *the MMF battle embodies the central ideological divide in financial-services regulation. Banking regulation promotes the socialization of risk and thrives on secrecy. Securities regulation promotes the decentralization of risk and thrives on disclosure. Banking regulation places the highest value on a communitarian ethic of systemic safety and soundness, whereas securities regulation exalts an individualistic ethic of risk and reward. Banking regulation fosters the expansion of government power while securities regulation inevitably weakens it*».

³⁸ E. CHASAN, *SEC Officials See Perils in Money Fund Reform*, in *The Wall Street Journal*, 25 February 2013.

³⁹ D. M. GALLAGHER, *Remarks at "The SEC Speaks in 2013"*, Washington D.C., February 2013, documento disponibile al seguente indirizzo: <https://www.sec.gov/news/speech/2013-spch022213dmghtm>.

diverse proposte regolamentari aventi ad oggetto i fondi monetari⁴⁰. Secondo la prima proposta, una parte sostanziosa dell'industria in esame avrebbe dovuto rinunciare alla caratteristica stabilità nominale del valore delle quote di partecipazione al fondo, assumendo obbligatoriamente la connotazione di fondi a NAV variabile. Più esattamente, i fondi monetari destinati in via prioritaria a investitori istituzionali e inclini ad acquistare titoli di debito di matrice privata avrebbero dovuto commercializzare le rispettive quote sulla base del valore di mercato delle attività detenute in portafoglio; viceversa, i fondi monetari che investivano in titoli di debito pubblico, ovvero che erano offerti esclusivamente agli investitori non-professionali (c.d. *retail*), potevano continuare a usufruire della forma di fondo a NAV costante⁴¹. In tal modo, a giudizio dell'Autorità di regolazione, i quotisti avrebbero avuto la possibilità di conoscere in tempo reale il valore intrinseco dei fondi monetari «*corporate*» e «*institutional*», con ciò evitando l'automatico e costante affidamento alla quotazione fissa di un dollaro per quota. Secondo questa linea di pensiero, il chiarimento circa la fisiologica fluttuazione delle quote di partecipazione a determinati fondi monetari avrebbe consentito che anche riduzioni minimali del valore di mercato del portafoglio non avrebbero prodotto corse collettive al ritiro delle quote, ovvero obbligato l'amministrazione centrale a predisporre garanzie pubbliche avverso il default dei fondi in crisi⁴². La seconda proposta si concentrava – invece – sull'introduzione di

⁴⁰ Cfr. sul punto MONEY MARKET FUND REFORM, *Amendments to Form PF*, Investment Company Act Release No. 30,551, 78 Fed. Reg. 36,834, 36,849, June 2013, documento disponibile al seguente indirizzo: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/FR-2013-06-19/pdf/2013-13687.pdf>; K. GRIND, A. ACKERMAN, *Money-Fund Investors Face New Curbs on Withdrawals*, in *The Wall Street Journal*, 5 June 2013.

⁴¹ La maggiore rigidità normativa prevista per i fondi monetari dedicati ad investitori istituzionali trovava fondamento nell'esperienza avutasi durante la crisi finanziaria del 2008 in cui proprio questi ultimi avevano subito le maggiori richieste di rimborso: cfr. sul punto L. SCHMIDT, A. TIMMERMAN, R. WERMERS, *Runs on Money Market Mutual Funds*, in *American Economic Review*, Vol. 106, No. 9, September 2016, pp. 2625-57; in senso conforme v. anche M. KACPERCZYK, P. SCHNABL, *How Safe Are Money Market Funds?*, in *The Quarterly Journal of Economics*, 2013, Vol. 128, issue 3, pp. 1073-1122.

⁴² La proposta richiamata nel testo ricalcava alla lettera il suggerimento avanzato qualche mese precedente dal CEO di Charles Schwab, Mr. Walt Bettinger, secondo il quale la differenza

strumenti che avrebbero aiutato un fondo monetario in difficoltà a gestire improvvise richieste di rimborso; in particolare, secondo l'Autorità di vigilanza statunitense, in caso di turbolenza finanziaria, il gestore di un fondo monetario avrebbe dovuto: (i) applicare una commissione di liquidità del due per cento dei fondi propri ai quotisti uscenti; (ii) sospendere per circa 30 giorni il rimborso delle quote da liquidare (c.d. *gate*). In particolare, se il livello delle attività finanziarie detenute in portafoglio fosse sceso al di sotto del 15 per cento del totale delle attività gestite, allora il gestore di un fondo monetario si sarebbe dovuto attivare al fine di imporre commissioni di liquidità e/o sospensioni temporanei della facoltà di rimborso. I fondi monetari dediti all'acquisto esclusivo di titoli governativi erano esenti dal campo di applicazione di queste ultime innovazioni; tuttavia, tenendo conto del livello dei rischi finanziari presenti in portafoglio, anche i gestori dei fondi in esame potevano deliberatamente ricorrere a tali strumenti di gestione della liquidità⁴³. A ben vedere, la predisposizione di incentivi in grado di rendere l'opzione *exit* antieconomica trovava fondamento nell'opportunità di sventare quelle richieste di ritiro delle quote di partecipazione a un fondo monetario connesse all'emersione di turbolenze finanziarie⁴⁴.

Le prime reazioni a questa rinnovata presa di posizione della SEC furono variegate⁴⁵. Secondo alcuni commentatori, i nuovi vincoli all'operatività dei fondi

struttura dei fondi monetari, in particolare la suddivisione tra fondi governativi e fondi corporate, avrebbe giustificato una differente risposta regolamentare: cfr. W. BETTINGER, *Time for Compromise on Money-Market Reform*, in *The Wall Street Journal*, 22 November 2012.

⁴³ Per una critica a questa proposta si v. F. NORRIS, *Money Funds Are Circling the Wagons on Rules*, in *The New York Times*, 19 September 2013, in cui si riportano, per esempio, le parole dell'allora Presidente della Federal Reserve di Boston, Mr. Eric. S. Rosengren, secondo il quale la sospensione della liquidità prevista dal «*gate proposal*» non avrebbe rallentato il rischio di corse al ritiro delle quote, bensì avrebbe accentuato il panico nel mercato di riferimento.

⁴⁴ A. ACKERMAN, K. GRIND, *SEC Backs Money-Fund Shift*, in *The Wall Street Journal*, 5 June 2013; in senso conforme si v. anche T. KNUTSON, *New Money-Market Fund Rules May Benefit Clients*, in *Financial Advisor*, 6 June 2013, secondo il quale la nuova proposta legislativa avrebbe favorito in via principale i clienti dei consulenti finanziari, in particolare sotto il versante della *disclosure*, diversificazione del rischio e regole di *stress testing*.

⁴⁵ M. J. CASEY, *Shutdown Outflows a Reminder of Dangers Lurking in Money Funds*, in *The Wall Street Journal*, 23 October 2013; sul risultato della fase di consultazione della proposta in esame

monetari avrebbero inevitabilmente rafforzato la posizione di mercato di quegli intermediari che, pur non offrendo strumenti finanziari con valore nominale costante, erano in grado di garantire tassi di interesse maggiori rispetto ai guadagni offerti dai fondi monetari⁴⁶. Sotto altro versante, per certi versi paradossalmente, i maggiori critici delle nuove proposte si rinvenivano in diverse autorità di vigilanza del mercato finanziario statunitense. In particolare, i dodici presidenti del sistema della Federal Reserve, seppur affermando il proprio sostegno alla fluttuazione del valore delle quote⁴⁷, avevano affermato in primo luogo che commissioni di liquidità e sospensione del diritto al rimborso delle quote, eliminando le caratteristiche proprie dell'investimento in fondi monetari, avrebbero potuto indurre una quota sostanziosa di investitori ad abbandonare il settore di riferimento. In secondo luogo, si era rilevato che i nuovi strumenti di contenimento della facoltà di fuoriuscita, se applicati in modo arbitrario, avrebbero potuto innescare una corsa generalizzata del pubblico degli investitori dall'universo dei fondi monetari⁴⁸. In effetti, considerato che tali fondi gestivano portafogli titoli sostanzialmente simili, la notizia circa l'adozione di restrizioni in un fondo in difficoltà avrebbe potuto diffondere situazioni di panico anche nei confronti di altri fondi, manifestando così un classico esempio di eterogenesi dei fini. Pertanto, a giudizio dei presidenti della Federal Reserve, le misure in esame non garantivano adeguati livelli di stabilità finanziaria, bensì potevano amplificare gli effetti di crisi endemiche di un operatore economico all'intero settore della

cfr. J. C. DONAHUE, H. PEIRCE, *Most Savers Like Money-Market Funds as They Are Now*, in *The Wall Street Journal*, 25 April 2014.

⁴⁶ M. COLEMAN, *Money Markets Lose Appeal as Challenges Mount*, in *The Wall Street Journal*, 12 June 2013, secondo il quale la nuova riforma della SEC avrebbe favorito i fondi obbligazionari c.d. «ultra-short» e, soprattutto, gli exchange-traded funds gestiti in forma attiva; si v. anche S. FOLEY, *Money market reform a win for Uncle Sam*, in *Financial Times*, 5 May 2014.

⁴⁷ Sostegni in tal senso si rinvenivano anche nel pensiero di J. H. COCHRANE, *Stopping Bank Crises Before They Start*, in *The Wall Street Journal*, 23 June 2013.

⁴⁸ Cfr. sul punto *Letter from Eric S. Rosengren, President, Federal Reserve Bank of Boston, et al. to Elizabeth M. Murphy, Secretary, SEC*, Sept. 2013, documento disponibile al seguente indirizzo: <https://www.sec.gov/comments/s7-03-13/s70313-111.pdf>.

gestione collettiva del risparmio a breve termine⁴⁹. In senso sostanzialmente conforme si esprimeva parte della dottrina⁵⁰ e il FSOC, secondo il quale le limitazioni al rimborso delle quote, piuttosto che risolvere il problema del c.d. *run risk*, avrebbero potuto aumentare episodi di destabilizzazione⁵¹. L'industria di riferimento, invece, aveva accolto piuttosto positivamente l'applicazione delle novità disciplinari caldeggiate dalla SEC, seppur con alcune diversità di vedute sull'opportunità pratica di combinare la fluttuazione del valore nominale delle quote di partecipazione ad un fondo monetario con le restrizioni al diritto di fuoriuscita da tali fondi⁵².

⁴⁹ Per un approfondimento delle critiche alla «seconda» proposta della SEC, si vedano anche le considerazioni del Presidente e CEO della Federal Reserve Bank of Boston in E. S. ROSENGREN, *Flirting With Money-Market Madness*, in *The Wall Street Journal*, 28 November 2013; S. FOLEY, *SEC warned on money market funds shake-up*, in *Financial Times*, 12 September 2013.

⁵⁰ Per una proposta alternativa a quella indicata nel testo e incentrata, in particolare, sulla previsione di sospensione al diritto di rimborso decise in via arbitraria dai gestori dei fondi monetari cfr. H. PEIRCE, R. GREENE, *Money Market Fund Reform: Amendments to Form PF*, in *Mercatus Center – George Mason University*, Public Interest Comment, September 2013; POZEN, T. HAMACHER, *The SEC Gets Money-Fund Reform Half Right*, in *The Wall Street Journal*, 17 June 2013, secondo i quali, invero, le limitazioni del diritto di fuoriuscita da un fondo monetario, la cui applicazione era dipesa dalla riduzione della quota di attività liquide detenute in portafoglio, si sarebbero rivelate all'atto pratico controproduitive: al fine di evitare la sottoposizione alle commissioni di liquidità o alla sospensione del rimborso, i quotisti avrebbero potuto semplicemente abbandonare il fondo di appartenenza non appena quest'ultimo si fosse vertiginosamente avvicinato al limite del 15 per cento delle attività liquide.

⁵¹ A. ACKERMAN, *Concerns Arise Over SEC Money-Fund Plan*, in *The Wall Street Journal*, 13 June 2013.

⁵² Sulla risposta delle società di gestione del risparmio alla richiesta di commenti avanzata dalla SEC si v. A. ACKERMAN, M.S. DERBY, *Fed Leaders Call for Broader Move on Money Funds*, in *The Wall Street Journal*, 12 September 2013; per commento proveniente, invece, dalle società dipendenti dai finanziamenti dei fondi monetari cfr. E. CHASAN, *Money Market Funds Ready for Battle with Regulators*, in *The Wall Street Journal*, 18 September 2013; si v. anche S. FOLEY, G. CHON, *Fund managers on alert over money market shake-up*, in *Financial Times*, 21 July 2014.

3. La riforma del 2014

Dopo aver dibattuto per circa sei anni sulla migliore strategia normativa da adottare e raccolto migliaia di commenti sulla proposta di riforma dei fondi monetari avanzata sotto la presidenza White, nel mese di luglio 2014 la SEC ha approvato la nuova disciplina del settore, correggendo quelle sezioni della previgente modifica del 2010 considerate dalle Autorità di vigilanza non conformi ai canoni della stabilità finanziaria. Invero, con tre voti a favore e due contrari, la Commissione ha raggiunto la maggioranza interna necessaria all'entrata in vigore di norme tendenti a rendere i fondi monetari maggiormente resilienti a scenari di mercato avversi, riducendo in particolare l'asserita debolezza di questi veicoli di investimento al rischio di corse collettive al rimborso delle quote⁵³. Le principali novità si rinvenivano, in primo luogo, all'interno dei fondi monetari dediti all'acquisto di titoli privati (c.d. fondi *prime*): i fondi aperti a clienti istituzionali avrebbero dovuto rinunciare alla storica offerta di quote con valore fissato convenzionalmente a un dollaro, mentre i fondi acquistabili esclusivamente dai clienti persone fisiche avrebbero potuto continuare a valorizzare le rispettive quote a prezzo costante⁵⁴. In conformità ai fondi *retail*, anche i fondi governativi erano esenti dalla obbligatoria fluttuazione delle quote di partecipazione al fondo⁵⁵. In secondo luogo, l'altro aspetto innovativo si focalizzava sulla possibilità concessa a tutti i fondi monetari (*prime*, governativi, istituzionali, *retail*) di poter usufruire, in caso di turbolenze finanziarie, della facoltà di sospensione del diritto di fuoriuscita da un fondo e/o della possibilità di applicare commissioni di liquidità ai quotisti uscenti. In terzo luogo, la riforma in esame prendeva in considerazione il rafforzamento degli obblighi di diversificazione del portafoglio, una maggiore implementazione degli *stress test* e, infine, il

⁵³ G. CHON, S. FOLEY, *US approves money market funds reform*, in *Financial Times*, 23 July 2014.

⁵⁴ A. ACKERMAN, *Some Asset Managers Avoid Brunt of New Money-Fund Rules*, in *The Wall Street Journal*, 23 July 2014.

⁵⁵ Secondo la riforma in esame, i fondi monetari che vogliono aspirare alla qualifica di fondo governativo hanno, tuttavia, l'obbligo di investire il 99.5 per cento del portafoglio titoli in strumenti finanziari emessi dall'Amministrazione governativa centrale: cfr. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, 17 CFR Parts 230, 239 et. al, *Money Market Fund Reform; Amendments to Form PF*; Final Rule, in *Federal Register*, vol. 79, No. 157, August 2014, p. 47936.

potenziamento degli obblighi di informazione al pubblico e alle Autorità di vigilanza⁵⁶. Le ragioni insite nella nuova svolta normativa erano da ricondursi, da un lato, nel desiderio del regolatore statunitense di sensibilizzare la comunità degli investitori sulla naturale mutevolezza del valore di mercato dei fondi monetari, e dall'altro, nella necessità di fornire ai gestori dei fondi in esame strumenti in grado di tenere sotto controllo i flussi di denaro in uscita, scongiurando così il fenomeno delle crisi di liquidità che avevano colpito l'industria in seguito ai default di *Lehman Brothers* e del *Reserve Primary Fund*⁵⁷.

Al fine di analizzare in maniera più approfondita l'attuale normativa statunitense in tema di fondi monetari, nel prosieguo della trattazione si affronteranno in primo luogo la disciplina sulla commissione di liquidità («*liquidity fee*») e sulla sospensione dei rimborsi («*gates*»); in secondo luogo, l'attenzione sarà rivolta alle nuove regole in tema di fluttuazione delle quote di partecipazione a un fondo monetario; infine, negli ultimi tre sottoparagrafi si descriveranno le variegate disposizioni in tema di obblighi di *disclosure*, diversificazione del portafoglio e *stress testing*. L'ordine degli argomenti prescelto segue fedelmente la struttura della riforma della SEC così come pubblicata nel *Federal Register* nel mese di agosto 2014.

3.1. Commissioni di liquidità e sospensione dei rimborsi

Allo scopo di contenere improvvise e collettive richieste di fuoriuscita da un fondo monetario in caso di turbolenze finanziarie, le nuove modifiche alla *Rule 2a-7* consentono agli amministratori dei fondi di utilizzare strumenti innovativi di gestione della fase di *exit* dal patrimonio. In particolare, la riforma del 2014 consente al consiglio di amministrazione di un fondo monetario in difficoltà di imporre una commissione di liquidità fino al due per cento del controvalore delle quote riscattate, ovvero di applicare una sospensione generalizzata della facoltà di fuoriuscita dal fondo per un massimo di 10 giorni in un arco temporale di tre mesi.

⁵⁶ *Ivi*, p. 47737.

⁵⁷ Per una prima ricostruzione delle reazioni alla presa di posizione della SEC si v. A. ACKERMAN, K. GRIND, *SEC Approves Tighter Money-Fund Rules*, in *The Wall Street Journal*, 23 July 2014; S. FOLEY, *New money market fund rules risk backfire*, in *Financial Times*, 28 July 2014.

Le condizioni che congiuntamente legittimano un fondo monetario ad adottare queste misure sono: (i) la diminuzione della quota delle attività finanziarie aventi una scadenza settimanale al di sotto del 30 per cento del portafoglio gestito⁵⁸; (ii) l'attestazione della maggioranza del consiglio di amministrazione, indipendente e non, che le misure così adottate soddisfano pienamente l'interesse del fondo amministrato⁵⁹. Qualora le attività finanziarie aventi una scadenza inferiore alla settimana scendessero al di sotto della soglia del 10 per cento del portafoglio gestito, gli amministratori del fondo monetario interessato hanno l'obbligo di imporre a tutte le richieste di rimborso proveniente dalla clientela una commissione di liquidità dell'un per cento; tuttavia, anche quest'ultima commissione di liquidità può essere evitata se la maggioranza del consiglio di amministrazione considera tale strategia contraria agli interessi del fondo⁶⁰.

Le disposizioni così introdotte differiscono dalla proposta inizialmente avanzata dalla SEC nel 2013. Invero, come ricordato *supra*, l'idea originaria dell'Autorità di vigilanza era quella di applicare una commissione di liquidità del due per cento del controvalore economico di tutte richieste di fuoriuscita da un fondo monetario in difficoltà e/o di consentire una sospensione del diritto di *exit*

⁵⁸ Per quanto riguarda la definizione di attività finanziarie aventi una scadenza settimanale cfr. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, 17 CFR Parts 230, 239 et. al, *Money Market Fund Reform; Amendments to Form PF*, cit., p. 47930, secondo il quale all'interno della categoria in esame rientrano soltanto quegli strumenti finanziari che possono essere contrattualmente convertiti in denaro contante entro cinque giorni lavorativi. A differenza di quanto previsto nella vecchia *Rule 2a-7(d)*, pertanto, i gestori dei fondi monetari non sono più legittimati a calcolare la maturità del portafoglio tenendo conto: (i) del periodo di tempo rimanente prima dell'eventuale adeguamento del tasso di interesse; ovvero (ii) del lasso di tempo intercorrente affinché il possessore di un titolo di debito possa riottenere il capitale investito attraverso una specifica domanda.

⁵⁹ Cfr. Investment Company Act, rule 2a-7(c)(2)(i)(A) e (B), e (ii)(B), in cui si afferma inoltre che se che il fondo in difficoltà è riuscito a ristabilire una quota delle attività finanziarie con scadenza settimanale superiore al 30 per cento del portafoglio amministrato, allora gli amministratori del fondo devono immediatamente porre fine all'applicazione delle commissioni di liquidità e/o alla sospensione del diritto di fuoriuscita eventualmente utilizzate.

⁶⁰ Cfr. Investment Company Act, rule 2a-7(c)(2)(ii)(A), laddove si afferma che il consiglio di amministrazione potrebbe comunque considerare affine agli interessi del fondo una commissione inferiore all'un per cento.

dal fondo fino a un massimo di 30 giorni nell'arco di un trimestre; l'unica condizione richiesta per procedere in tal senso era stata individuata nella riduzione delle attività finanziarie aventi una scadenza settimanale al di sotto del 15 per cento del valore del portafoglio gestito. Nella fase di consultazione i soggetti interessati avevano, però, sollevato varie perplessità sul contenuto della proposta così articolata. Nello specifico, si era rilevato, anzitutto, che l'assenza di discrezionalità in capo al consiglio di amministrazione circa l'applicazione della commissione di liquidità privava il fondo monetario in difficoltà della possibilità di tener conto delle circostanze del caso concreto; nel merito si era affermato, invece, che una commissione di liquidità pari al due per cento sarebbe stata eccessiva, atteso che tale quantità era perfino maggiore ai costi di liquidità corrisposti dai fondi monetari durante la fase più acuta della crisi finanziaria del 2008⁶¹. In secondo luogo, si era sostenuto che una sospensione del diritto di fuoriuscita avente un arco temporale pari a 30 giorni poteva tramutarsi in una incisiva eliminazione del livello di liquidità costantemente garantito in passato dall'industria di riferimento; al contrario, una sospensione massima di 10 giorni, oltre a non ridurre la tipica surrogazione delle quote di partecipazione al denaro contante, avrebbe consentito ai gestori di reperire liquidità interna attraverso la maturazione delle attività finanziarie aventi scadenza inferiore a una settimana⁶². Sulla base dei commenti ricevuti, la SEC ha quindi provveduto nella *final rule* a rimodulare la propria posizione, riducendo da un lato la severità delle misure originariamente pensate, e dall'altro concedendo maggiore discrezionalità al

⁶¹ SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, 17 CFR Parts 230, 239 et. al, *Money Market Fund Reform; Amendments to Form PF*, cit., p. 47762, in cui si riportano i commenti espressi sul punto da primarie società di investimento come *Invesco*, *Fidelity* e *Dreyfus*; in particolare, *Fidelity* aveva sottolineato come in seguito al *default* di Lehman Brothers i fondi monetari dalla stessa gestita avessero venduto attività finanziarie in portafoglio subendo una decurtazione del valore nominale inferiore a 50 punti base (pari cioè a una diminuzione dell'0,50 per cento); pertanto, pur assumendo che i costi di liquidazione di una futura crisi economica saranno superiori, a giudizio della società *Fidelity* una adeguata commissione di liquidità poteva essere fissata a 100 punti base (cioè, all'un per cento del controvalore delle quote da redimere).

⁶² *Ivi*, p. 47766.

consiglio di amministrazione dei fondi monetari sull'*an* e sul *quomodo* dell'applicazione degli strumenti di gestione della liquidità individuati⁶³.

Nel commentare le novità disciplinari in esame, l'Autorità di regolazione affermava che le commissioni di liquidità e la sospensione del diritto di rimborso erano state ideate allo scopo precipuo di porre rimedio a certe problematiche sollevate dalla crisi economica del 2007-2008. Più esattamente, le modifiche alla *rule 2a-7* avrebbero dovuto consentire agli amministratori dei fondi monetari di gestire richieste di rimborso allocando in prima istanza il costo di eventuali situazioni di illiquidità agli operatori economici c.d. *first-mover*, rendendo così l'opzione *exit* maggiormente gravosa; qualora tale soluzione non avesse alleviato situazioni di panico, i gestori dei fondi monetari in difficoltà avrebbero potuto ricorrere alla ben più drastica misura della sospensione temporanea del diritto di fuoriuscita dal fondo. In generale, pur riconoscendo i limiti di tale strategia, secondo il pensiero della SEC, l'uso combinato dei due strumenti di gestione dei rimborsi avrebbe consentito all'industria dei fondi monetari di soprassedere a eventuali crisi di liquidità in maniera autonoma e senza diffondere esternalità negative (c.d. *contagion*) ad altri settori dell'economia, finanziaria e/o reale⁶⁴.

A ben vedere, il ricorso alle commissioni di liquidità ha come scopo precipuo quello di preservare i benefici propri dei fondi monetari, ossia la stabilità dell'investimento effettuato, il mantenimento di adeguati livelli di liquidità e l'ottenimento di tassi di interesse in linea con il mercato monetario, riducendo al contempo il rischio che i costi di liquidità che si dovrebbero attribuire ai quotisti uscenti vengano accollati a coloro i quali mantengono lo *status* di partecipante al fondo. Questi risultati sono resi possibili dal fatto che la struttura della

⁶³ *Ivi*, p. 47747.

⁶⁴ *Ivi*, p. 47748, laddove si afferma testualmente che le misure in esame non riuscivano, in chiave unitaria, a prevenire tutte le ipotesi di corse collettive al riscatto delle quote di un fondo monetario; a titolo esemplificativo, le commissioni di liquidità o la minaccia di sospensioni del diritto di fuoriuscita non avrebbero eliminato completamente l'incentivo degli investitori a «fuggire» dal mercato finanziario in caso di stress; allo stesso modo, gli strumenti in esame non erano in grado di impedire la diluizione del valore delle quote di partecipazione ad un fondo a NAV costante che si manifesta nel caso in cui il riscatto delle quote avvenga ad un valore superiore rispetto al prezzo di mercato delle attività sottostanti.

commissione di liquidità non impedisce a priori l'uscita da un fondo in difficoltà, ma impone semplicemente al soggetto uscente l'onere di corrispondere una somma a titolo di «risarcimento» per il disagio arrecato. Viceversa, il ricorso alla sospensione del diritto di fuoriuscita, imponendo a tutti i quotisti una coattiva e generalizzata permanenza all'interno di un fondo monetario, ha come ragione d'essere primaria la necessità di evitare il manifestarsi del c.d. *run risk*; secondariamente, la possibilità di temporeggiare durante una situazione di panico diffuso consente sia di preservare preziosi canali di finanziamento dell'economia reale, sia di individuare momenti di dialogo con i rispettivi quotisti al fine di chiarire l'entità dei problemi manifestatisi e, eventualmente, scongiurare l'interesse alla fuoriuscita⁶⁵.

Quanto alle implicazioni contabili, i soggetti a vario titolo interessati si erano posti il quesito se, alla luce dei nuovi strumenti di gestione del rischio di liquidità, l'investimento in quote di fondi monetari potesse ancora essere considerato «*cash equivalents*» ai sensi dell'*U.S. Generally Accepted Accounting Principles* («US GAAP»). La domanda era stata formulata in quanto alcune disposizioni del mercato mobiliari statunitense imponevano agli investitori di gestire e/o conservare nel proprio patrimonio determinati percentuali di strumenti finanziari aventi caratteristiche simili al denaro contante. A tal riguardo, la normativa di riferimento considerava «*cash equivalents*» ogni investimento in attività finanziarie (i) avente un orizzonte temporale a breve termine, (ii) altamente liquido e (iii) facilmente convertibile in denaro contante da non configurare un significativo rischio di cambio⁶⁶. Sebbene a prima vista tali caratteristiche fossero totalmente compatibili con l'investimento in fondi monetari, situazioni avverse del mercato finanziario avrebbero potuto compromettere tali qualità. Ciò posto, alla luce della *potestas* concessa dal diritto federale alla SEC in tema di standard contabili, nella riforma oggetto di analisi si

⁶⁵ *Ivi*, p. 47749.

⁶⁶ Cfr. sul punto *FASB Accounting Standards Codification* (c.d. FASB ASC), paragrafo 305-10-20, documento reperibile al seguente indirizzo: <https://asc.fasb.org/>, spec. nella parte in cui viene preso come esempio paradigmatico di «*cash equivalents*» proprio l'investimento in fondi monetari.

afferma testualmente che qualora situazioni di stress sul mercato dei capitali inducano i gestori dei fondi ad applicare commissioni di liquidità e/o sospensioni al riscatto delle quote, queste ultime dovranno essere qualificate come strumenti di investimento e i rispettivi quotisti dovranno considerare le stesse come «*trading securities*» ovvero «*available-for-sale securities*»⁶⁷. In altri termini, la Commissione statunitense chiarisce che il consueto accostamento dell'investimento in fondi monetari al denaro contante non può più essere considerato un dato assodato, atteso che in determinate circostanze la pronta liquidità e/o la stabilità del valore nominale delle quote non possono essere oggettivamente garantite. Ne consegue che, se durante una crisi finanziaria un fondo monetario dovesse ricorrere ai nuovi strumenti di gestione della liquidità, i quotisti avranno l'obbligo di valutare se i rispettivi investimenti siano ancora in grado di soddisfare la qualifica di «*cash equivalents*» e, in caso negativo, avranno l'onere di riqualificare il proprio patrimonio alla luce degli sviluppi del mercato⁶⁸.

3.2. Fluttuazione obbligatoria delle quote

La riforma del 2014 elimina l'eccezione che consentiva a tutti i fondi monetari di offrire quote di partecipazione al fondo al valore costante di un dollaro (c.d. fondi a NAV costante, o fondi CNAV), imponendo in particolare ai fondi monetari non-governativi e/o aperti ad investitori istituzionali di commercializzare le rispettive quote di partecipazione sulla base del valore di mercato delle attività finanziarie in portafoglio⁶⁹. In conformità alla proposta del 2013, nella versione finale della riforma in esame si richiede, quindi, ai fondi monetari sopra richiamati di emettere e/o riscattare quote di partecipazione tenendo conto delle variazioni di prezzo del portafoglio che possono intervenire nell'intervallo di quattro cifre decimali (*id est*, tutte le variazioni che possono intervenire in 1.0000 dollari se il fondo ha come *target* di riferimento 1.00 dollari), ovvero sulla base di un altro criterio di calcolo equivalente o adeguato

⁶⁷ *Ivi*, paragrafo 320–10–25–1.

⁶⁸ SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, 17 CFR Parts 230, 239 et. al, *Money Market Fund Reform; Amendments to Form PF*, cit., p. 47773.

⁶⁹ Cfr. *Investment Company Act*, Rule 2a-7(b) e (c)(1).

alle caratteristiche di un determinato fondo monetario⁷⁰. Di conseguenza, pur rimanendo soggetti a tutte le altre disposizioni in tema di politiche di investimento, i fondi non-governativi e/o aperti a clienti istituzionali non sono più autorizzati a contabilizzare le attività in portafoglio al costo di acquisto o al valore di mercato arrotondato alla seconda cifra decimale (c.d. *penny rounding*)⁷¹; invero, anche una minima variazione nella quarta cifra decimale del patrimonio netto del fondo deve essere indicata nel valore di commercializzazione delle relative quote di partecipazione⁷².

La fluttuazione delle quote così imposta a parte dell'industria dei fondi monetari si prefigge il compito di ridurre l'incentivo a riscattare quote durante contingenze economiche negative. Secondo la posizione della SEC, infatti, quando il reale valore di mercato delle quote di un fondo è inferiore al prezzo costante di un dollaro, i relativi quotisti hanno un incentivo economico a fuoriuscire dal fondo il prima possibile (c.d. *first mover advantage*), monetizzando la differenza di valore venutasi a creare e accollando le perdite ai quotisti non-uscenti. Questo *modus operandi* risulta particolarmente pericoloso in

⁷⁰ Sul punto si v. Securities and Exchange Commission, 17 CFR Parts 230, 239 et. al, *Money Market Fund Reform; Amendments to Form PF*, cit., p. 47775 in cui si afferma a titolo esemplificativo che qualora un fondo monetario istituzionale abbia come prezzo di riferimento 10.00 dollari, i gestori del fondo potrebbero tener conto delle variazioni ricomprese in tre cifre decimali (cioè, ogni variazione nel valore di 10.000).

⁷¹ All'interno della macrocategoria dei fondi monetari interessati alla fluttuazione delle quote rientrano, pertanto, anche i fondi monetari che, acquistando titoli di debito emessi dalle amministrazioni locali, sono esenti dalla tassazione federale (c.d. *tax-exempt money fund*). Questi ultimi fondi vengono ricompresi nell'ombrello regolamentare in esame in quanto, a detta dell'Autorità di vigilanza, una eventuale deroga degli stessi alla fluttuazione delle quote avrebbe rappresentato, da un lato, un espediente in mano agli investitori istituzionali per *bypassare* le nuove disposizioni sulla valutazione delle quote di partecipazione ai fondi e, dall'altro, un fattore in grado di compromettere il raggiungimento di una adeguata stabilità finanziaria. Invero, i fondi esenti da tassazione non possono essere parificati ai fondi governativi atteso che i primi sono maggiormente esposti al rischio di credito (e.g. casi di default della città di Detroit e dell'Orange County in California): cfr. sul punto SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, 17 CFR Parts 230, 239 et. al, *Money Market Fund Reform; Amendments to Form PF*, cit., p. 47804 e p. 47806.

⁷² SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, 17 CFR Parts 230, 239 et. al, *Money Market Fund Reform; Amendments to Form PF*, cit., p. 47775.

presenza di investitori istituzionali, atteso che, come insegnato dai fatti susseguenti alle crisi finanziarie del settembre 2008 e del giugno 2011, la mole delle quote dagli stessi sottoscritte e la capacità di monitoraggio dell'andamento economico del fondo di appartenenza avevano accresciuto in misura esponenziale le conseguenze negative delle corse al riscatto delle quote. In tale quadro, l'Autorità di vigilanza statunitense ha, quindi, deciso di imporre obbligatoriamente la fluttuazione delle quote di partecipazione ai fondi non-governativi e/o aperti a investitori istituzionali: al fine di misurare il valore di riscatto delle quote, i gestori dei fondi in esame non possono più ricorrere al costo di ammortamento e/o al *penny rounding* delle attività in portafoglio, bensì hanno l'onere di calcolare il controvalore economico delle quote tenendo conto soltanto del prezzo di mercato delle attività sottostanti⁷³.

Sotto altro versante, nella *final rule* della SEC si afferma che la fluttuazione delle quote consente di dare maggiore risalto ai rischi finanziari inerenti all'investimento in fondi monetari. Come noto, fin dalla loro costituzione, questi fondi sono stati considerati dalla comunità degli investitori come soluzioni di gestione della liquidità estremamente sicure: il valore costante di un dollaro per quota e il supporto esterno ricevuto dalle società di gestione dei fondi monetari hanno rappresentato due fattori chiave nell'attrazione di investitori altamente *risk-averse*, in particolare soggetti economici tendenti a uscire dal mercato al primo manifestarsi di una perdita finanziaria. Sulla base delle disposizioni in esame la situazione muta completamente. Ed invero, piuttosto che preservare l'offerta di quote al valore «artificiale» di un dollaro, la nuova *Rule 2a-7* impone alle quote di partecipazione a fondi monetari non-governativi e/o aperti a investitori istituzionali di allinearsi all'andamento economico del settore finanziario, fluttuando secondo il valore di mercato delle attività finanziarie sottostanti. In tal modo, secondo il punto di vista dell'Autorità di vigilanza, la circostanza che il capitale investito nell'acquisto di quote di partecipazione di determinati fondi monetari possa subire modifiche positive o negative permette, anzitutto, ai soggetti interessati di avere maggiore consapevolezza dei rischi finanziari assunti, ovvero di optare per l'investimento in altre soluzioni di gestione della liquidità a

⁷³ *Ivi*, p. 47776.

basso rischio. In secondo luogo, si sostiene che una maggiore familiarità con il rischio di credito presente nei fondi monetari, aumentando nel medio periodo la tolleranza degli investitori a subire perdite in conto capitale, potrebbe ridurre la possibilità di improvvise e destabilizzanti corse al riscatto delle quote in caso di turbolenze finanziarie. In terzo luogo, si sottolinea che l'impatto negativo derivante dalla fluttuazione delle quote, riducendo l'ammontare del capitale previamente consegnato ai gestori del fondo, rappresenta un fattore più efficace della pubblicazione del reale valore di mercato del portafoglio gestito in monte⁷⁴.

Quanto alle implicazioni pratiche della fluttuazione obbligatoria delle quote, nella riforma in esame si afferma che i dipartimenti interni dei fondi monetari dediti alla contabilità generale, gli intermediari depositari, e in generale, tutti i collaboratori esterni con funzioni di collocamento devono sviluppare nuove procedure e meccanismi di controllo in grado di consentire, su base continua, una corretta applicazione delle nuove regole in tema di commercializzazione e valutazione delle quote di partecipazione ai fondi monetari non-governativi e/o aperti a investitori istituzionali. In particolare, le modifiche da introdurre devono permettere di calcolare il patrimonio netto dei fondi in esame durante ogni giornata lavorativa e, soprattutto, comunicare prontamente il risultato dei calcoli così sviluppati ad ogni soggetto presente nella catena distributiva⁷⁵.

Al fine di consentire una ordinata transizione verso il nuovo regime normativo, la riforma in esame prevedeva un periodo di transizione di circa due anni. Questa «*vacatio legis*» biennale avrebbe dovuto consentire di raggiungere tre obiettivi di primaria importanza. In prima istanza, la SEC ha affermato che una adeguata sospensione dei termini di efficacia delle novità disciplinari avrebbe consentito ai fondi monetari interessati di attuare tutte quelle modifiche procedurali in grado di permettere la commercializzazione delle quote sulla base dei valori di mercato del patrimonio gestito. Secondariamente, un orizzonte temporale sufficientemente ampio, evitando una contemporanea e immediata modifica dell'industria di riferimento, avrebbe lasciato ai gestori dei fondi monetari la possibilità di scegliere il periodo più adeguato in cui procedere alla

⁷⁴ *Ivi*, p. 47779 e 47780.

⁷⁵ *Ivi*, p. 47786.

fluttuazione delle quote. Infine, la dilatazione dei tempi di *compliance* così ideata avrebbe offerto ai quotisti dei fondi interessati una vetrina sufficientemente ampia per studiare la nuova riforma e, soprattutto, vagliare la possibilità di modificare le rispettive strategie di investimento, ponderando per esempio un passaggio dai fondi monetari dediti all'acquisto di titoli privati ai fondi monetari governativi, ovvero ad altre soluzioni di gestione della liquidità a breve termine⁷⁶.

3.3. Obblighi di diffusione di informazioni

La riforma del 2014 rafforza gli obblighi di *disclosure* storicamente imposti in capo ai gestori dei fondi monetari allo scopo precipuo di elevare il grado di trasparenza del settore, sensibilizzando in particolare gli investitori sui profili di rischio presenti anche, e soprattutto, nel finanziamento a breve termine. La sezione in esame affronta, a ben vedere, due aspetti centrali al tema della diffusione di informazioni nel mercato finanziario. Nello specifico, la prima parte è dedicata all'aggiornamento delle procedure interne di produzione delle informazioni alle nuove disposizioni relative alla commissione di liquidità, alla sospensione del diritto di rimborso e, soprattutto, alla fluttuazione obbligatoria delle quote di partecipazione ad alcuni fondi monetari. Al riguardo, le principali modifiche normative hanno per oggetto il contenuto degli obblighi pubblicitari legati alla commercializzazione delle quote di partecipazione ai fondi monetari, alla struttura della sezione riassuntiva del prospetto informativo e alla dichiarazione relativa alle informazioni aggiuntive (c.d. *statement of additional information*, SAI). Nella seconda parte, invece, si affrontano gli obblighi informativi da onorare tramite piattaforme *web* dedicate. Attraverso tale canale informativo, i gestori dei fondi monetari devono diffondere, a vario titolo, notizie sul livello di liquidità del portafoglio, sulle operazioni in entrata e/o in uscita

⁷⁶ *Ivi*, p. 47791, in cui si afferma che la SEC era consapevole del fatto che l'industria dei fondi monetari si sarebbe uniformata alle nuove disposizioni in tema di fluttuazione delle quote soltanto in prossimità della scadenza fissata nella riforma, causando così in tale occasione massicce fuoriuscite dai fondi monetari interessati dalle novità disciplinari. Al fine di mitigare questo rischio, l'Autorità di vigilanza affermava che durante il periodo di transizione i gestori dei fondi monetari avrebbero potuto ricalibrare il proprio patrimonio in modo da avere un valore di mercato simile e/o maggiore alla quotazione di un dollaro per quota.

intraprese dai quotisti, sul valore di mercato delle quote di partecipazione al fondo, sull'eventuale imposizione di commissioni di liquidità e/o sospensioni del diritto di rimborso, ovvero sulla ricezione di supporti di liquidità esterni⁷⁷.

Quanto alla produzione di informazioni da diffondere sul mercato, al fine di sottolineare ulteriormente i rischi finanziari connessi all'investimento in fondi monetari, la nuova *Rule 2a-7* provvede a modificare in prima istanza la *Rule 482* del *Securities Act* del 1933 e la voce n. 4 del modulo c.d. *Form N-1A*⁷⁸. Secondo la versione imperante in passato, i fondi monetari dovevano testualmente riportare in ogni modulo diffuso presso la clientela e nella sezione riassuntiva del prospetto informativo la seguente dichiarazione: «*l'investimento in fondi monetari non è assicurato o garantito dalla Federal Deposit Insurance Corporation (id est, il meccanismo pubblico di tutela dei depositi bancari), ovvero da altre agenzie governative. Sebbene i fondi monetari si ripropongano di preservare il valore nominale di un dollaro per ogni quota sottoscritta, è comunque possibile subire perdite in conto capitale*». Ai sensi delle novità disciplinari in esame, la dichiarazione testé citata viene riadattata in base alla natura del fondo monetario interessato e, in generale, tenendo conto delle disposizioni normative che possono essere nel caso concreto applicabili. In particolare, i fondi monetari che offrono un valore delle quote costanti devono inserire nei documenti finalizzati alla commercializzazione delle quote e nella parte riassuntiva di ogni prospetto informativo la seguente dichiarazione: «*l'investimento in fondi monetari può comportare una perdita economica. Sebbene il fondo possa proporre di preservare il valore di un dollaro per quota, lo stesso non è in grado di fornire una garanzia al riguardo. I gestori del fondo possono applicare una commissione di liquidità al momento del riscatto delle quote, ovvero possono temporaneamente sospendere il diritto al rimborso del valore nominale delle quote, ogniqualvolta il livello di liquidità del patrimonio gestito supera, in negativo, la soglia normativamente richiesta*⁷⁹. *L'investimento in fondo monetari non è garantito*

⁷⁷ *Ivi*, p. 47815.

⁷⁸ Cfr. in particolare *Rule 482(b)(4)* del *Securities Act* del 1933 e *Item 4(b)(1)(ii)* del *Form N-1A*.

⁷⁹ Cfr. sul punto la versione aggiornata al 2014 della *Rule 2a-7(c)(2)(iii)* dell'*Investment Company Act*, secondo la quale i fondi monetari governativi che non sono soggetti all'obbligo di ricorrere

dalla *Federal Deposit Insurance Corporation* o da qualsivoglia agenzia governativa. La società sponsor del fondo monetario non è obbligata a sostenere finanziariamente il fondo in difficoltà; pertanto, l'investitore in quote di partecipazione ad un fondo monetario non dovrebbe presupporre che in una situazione di crisi il fondo di riferimento possa comunque ricevere supporti esterni»⁸⁰. Quanto ai fondi monetari sottoposti alla fluttuazione obbligatoria del valore delle quote, alla dichiarazione sopra riportata deve essere aggiunta la seguente frase «[...] dato che il valore delle quote si modifica in base all'andamento di mercato delle attività sottostanti, la vendita delle suddette quote può produrre un guadagno o una perdita in conto capitale»⁸¹.

Con riferimento alla revisione dei documenti di registrazione alla luce della nuova realtà normativa, la riforma del 2014 prevede che ai sensi della *Rule 497* del *Securities Act* i gestori dei fondi monetari interessati dal coattivo passaggio alla forma a NAV variabile debbano, in primo luogo, aggiornare la modulistica utilizzata durante la registrazione presso la SEC. Attraverso uno specifico emendamento della documentazione originaria o tramite un supplemento al prospetto informativo (c.d. «*sticker*»), l'industria dei fondi monetari deve, in particolare, rendere noto al pubblico degli investitori la nuova modalità di commercializzazione delle quote, ponendo con ciò l'accento sulla mutevolezza del valore nominale delle quote⁸². In secondo luogo, in conformità ai requisiti richiesti dal *Form N-1A*, i gestori dei fondi monetari devono indicare nei documenti di registrazione gli effetti derivanti dal possibile utilizzo della

alla commissione di liquidità e/o alla sospensione del diritto di fuoriuscita dal fondo possono omettere la relativa dichiarazione.

⁸⁰ Cfr. *Rule 482(b)(4)(ii)* del *Securities Act* e *Form N-1A Item 4(b)(1)(ii)(B)*; in tema di supporto esterno si deve tuttavia rilevare che la dichiarazione riportata nel testo può essere omessa qualora un soggetto persona fisica e/o giuridica abbia assunto un obbligo contrattuale di fornire assistenza finanziaria ad un fondo monetario in crisi finanziaria o di liquidità: sul punto si v. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, 17 CFR Parts 230, 239 et. al, *Money Market Fund Reform; Amendments to Form PF*, cit., p. 47816 e *Rule 482(b)(4)*.

⁸¹ Cfr. *Rule 482(b)(4)(i)* e *Form N-1A Item 4(b)(1)(ii)(A)*.

⁸² SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, 17 CFR Parts 230, 239 et. al, *Money Market Fund Reform; Amendments to Form PF*, cit., p. 47818.

commissione di liquidità e/o dalla sospensione temporanea del diritto di fuoriuscita dal fondo sulla sfera giuridica dei quotisti. Nello specifico, nelle sezioni 11(c)(1) e 23 del *Form N-1A* si devono riprendere le circostanze normative in base alle quali un fondo monetario può, su base discrezionale, applicare commissioni di liquidità o sospendere il riscatto delle quote. A titolo esemplificativo, i gestori dei fondi monetari devono sottolineare che nel caso in cui il livello delle attività finanziarie aventi scadenza settimanale scenda al di sotto del 30 per cento del portafoglio complessivo, il consiglio di amministrazione del fondo può discrezionalmente imporre una commissione di liquidità fino al due per cento del valore delle quote da riscattare, ovvero sospendere la facoltà di fuoriuscita dal patrimonio gestito. Allo stesso modo, come previsto dalle modifiche alla *Rule 2a-7*, nei prospetti informativi si deve indicare che in caso di riduzione delle attività finanziarie maggiormente liquide al di sotto della soglia del 10 per cento del portafoglio, il fondo monetario in difficoltà ha l'obbligo di imporre una commissione di liquidità ad ogni richiesta di rimborso, a meno che, come noto, tale imposizione non sia contraria agli interessi del fondo. Le ragioni sottostanti all'aggiornamento della modulistica informativa sopra richiamata si rinvergono nella necessità di sottolineare i nuovi rischi economici che, in virtù delle disposizioni in esame, il quotista di un fondo monetario dovrà affrontare in caso di fuoriuscita dal fondo stesso, e, più in generale, nel principio generale secondo il quale la diffusione di informazioni deve agevolare l'investitore medio durante la fase di assunzione di decisioni di natura finanziaria⁸³.

Da un punto di vista cronologico, le nuove disposizioni impongono ai fondi monetari di informare il pubblico degli investitori di ogni occasione in cui, in cicli temporali decennali, il consiglio di amministrazione, tenendo conto del superamento delle soglie di liquidità del 10 e del 30 per cento delle attività finanziarie in portafoglio, applicherà commissioni di liquidità e/o sospensioni temporanee della facoltà di fuoriuscita dal fondo⁸⁴. Più esattamente, in tali circostanze, i gestori del fondo monetario interessato dovranno pubblicare: (i) la durata temporale in cui il portafoglio gestito ha registrato una riduzione delle

⁸³ *Ivi*, p. 47819.

⁸⁴ Si v. sul punto la Sezione 16(g)(1) del *Form N-1A*, così come modificato dalla riforma del 2014.

attività finanziarie con scadenza inferiore alla settimana al di sotto delle soglie normative sopra richiamate; (ii) le tempistiche delle commissioni di liquidità e/o sospensioni del riscatto delle quote eventualmente prescritte dal consiglio di amministrazione; (iii) la misura della commissioni di liquidità applicate⁸⁵. Secondo il punto di vista della SEC, finestre temporali decennali sono in grado di illustrare, da un lato, se e come un fondo monetario possa affrontare eventuali situazioni di mercato avverse e, dall'altro lato, quali e quante perdite economiche i quotisti possano subire dall'applicazione di commissioni di liquidità e/o di sospensioni del diritto di fuoriuscita dal fondo⁸⁶.

In linea generale, le informazioni finanziarie così diffuse potrebbero agevolare la posizione dei quotisti, presenti o futuri, dei fondi monetari con riferimento, per esempio, a decisioni fondamentali come il disinvestimento in fondi aventi una storia contabile difficile, ovvero all'atto della scelta del fondo monetario maggiormente compatibile con la propria politica di investimento⁸⁷. Sul punto, nella misura in cui la diffusione di informazioni in tal guisa ideata aumenti il tasso di conoscenza dell'industria di riferimento, sostanziali benefici si possono registrare non solo sul versante della stabilità finanziaria, ma anche per quanto concerne il livello di concorrenza del mercato finanziario: a ben vedere, i contenuti dei prospetti informativi, sottolineando il *modus operandi* dei fondi monetari nel tempo, possono essere altresì considerati come una «vetrina» di qualità mediante la quale attirare nuovi e diversi quotisti⁸⁸. Tuttavia, la SEC si affretta ad affermare che la stessa non è in grado di produrre stime quantitative esatte dei benefici connessi alla nuova politica in tema di *disclosure* atteso che le reazioni del pubblico degli investitori all'incremento della trasparenza dei fondi monetari, attenendo più propriamente all'universo della psicologia cognitiva, sono per loro natura incerte; a titolo esemplificativo, una migliore conoscenza dei rischi insiti nel settore in esame, piuttosto che consentire una migliore allocazione delle

⁸⁵ Cfr. *General Instructions to amended Item 16(g)(1) of Form N-1A*, documento disponibile al seguente indirizzo: <https://www.sec.gov/files/formn-1a.pdf>.

⁸⁶ Cfr. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, 17 CFR Parts 230, 239 et. al, *Money Market Fund Reform; Amendments to Form PF*, cit., p. 47821.

⁸⁷ *Ibidem*.

⁸⁸ *Ivi*, p. 47825.

risorse finanziarie, potrebbe semplicemente spingere i soggetti maggiormente *risk-averse* verso altre soluzioni di gestione della liquidità a breve termine⁸⁹. Al contrario, per quanto riguarda il costo economico delle modifiche ai documenti informativi, l’Autorità di vigilanza statunitense fornisce delle previsioni di spesa specifiche, suddivise sia in uscite *una tantum* e spese ricorrenti, sia in base alla politica di investimento del fondo monetario interessato⁹⁰.

Quanto alla pubblicazione di notizie sulle piattaforme *web*, la nuova *Rule 2a-7* impone ai fondi monetari di pubblicare sul sito internet aziendale una serie variegata di informazioni sulla situazione economica, finanziaria e patrimoniale del patrimonio gestito. In particolare, le disposizioni in esame impongono, innanzitutto, ai gestori dei fondi monetari di pubblicare giornalmente la percentuale di attività finanziarie aventi una scadenza giornaliera e settimanale presenti in portafoglio, eliminando al contempo – e gradualmente – le informazioni contabili rese note in data precedente al semestre in corso. La scelta di pubblicare informazioni soltanto sulle attività finanziarie maggiormente liquide deve essere letta alla luce dei nuovi strumenti di gestione delle crisi di liquidità: considerato che l’applicazione delle commissioni di liquidità e/o delle sospensioni della fuoriuscita dal fondo sono condizionate al livello di liquidità del patrimonio, la conoscenza tempestiva del livello di disponibilità liquide presente in portafoglio permette ai quotisti di avere una maggiore consapevolezza dei rischi finanziari a cui gli stessi potrebbero essere sottoposti. Sotto altro punto di vista, la diffusione di informazioni specifiche sulla composizione del patrimonio gestito, agevolando

⁸⁹ *Ivi*, p. 47826.

⁹⁰ *Ivi*, p. 47827, laddove si afferma che secondo i calcoli della SEC la media dei costi c.d. «*one-time*» per i fondi monetari non governativi si sarebbe dovuta aggirare intorno ai tremila dollari, mentre per i fondi monetari governativi, essendo esenti dalla commissione di liquidità e dalla sospensione del diritto di fuoriuscita, la media dei costi «*one-time*» di aggiornamento alla nuova realtà normativa sarebbe stata di circa duemila dollari. I costi periodici di revisione e aggiornamento dei documenti informativi vengono, a loro volta, suddivisi a seconda della natura del fondo monetario di riferimento: al fine di soddisfare i requisiti informativi previsti dalla riforma del 2014, i fondi non governativi avrebbero dovuto affrontare una media di trecento dollari annui, mentre i fondi governativi avrebbero dovuto fare fronte ad una media di centosessanta dollari annui.

la comparazione tra fondi monetari diversi, consente una efficiente allocazione delle risorse e migliora il tasso di concorrenza nell'industria di riferimento⁹¹. In secondo luogo, la riforma del 2014 esige che i fondi monetari pubblichino il bilancio netto giornaliero delle movimentazioni di patrimonio relative all'ultimo semestre contabile. Più esattamente, secondo le recenti modifiche della *Rule 2a-7*, le informazioni storico-contabili sulle entrate e uscite di patrimonio devono essere inserite nel sito *web* aziendale non soltanto secondo i canoni tradizionali della partita doppia, ma anche attraverso l'ausilio di grafici e diagrammi. La previsione di dati storicamente contestualizzati sulle modifiche di patrimonio permette, a ben riflettere, alla comunità degli investitori di ricevere informazioni sull'andamento economico dei fondi monetari talmente precise da eliminare quasi del tutto il rischio di interpretazione errata dei dati forniti. Peraltro, la possibilità di usufruire in tempo reale di informazioni contabili relative al semestre in corso rappresenta un ulteriore aspetto meritevole di attenzione: l'ampio orizzonte temporale preso come punto di riferimento dalla normativa in esame consente, infatti, di distinguere facilmente tra saltuarie fuoriuscite dal fondo durante periodi di bassa volatilità e improvvise e collettive richieste di rimborso derivanti da situazioni di stress sul mercato finanziario⁹². In terzo luogo, la nuova *Rule 2a-7* obbliga i gestori dei fondi monetari a rendere noto il valore giornaliero del patrimonio netto per quota sulla base degli andamenti di mercato delle attività sottostanti. Come nel caso precedente, anche per il calcolo del valore economico delle quote si richiede di pubblicare sul sito *web* specifici grafici e diagrammi che mostrino quotidianamente le differenze di prezzo registrate durante un arco temporale semestrale, utilizzando come criterio matematico l'arrotondamento alla quarta cifra decimale. Sebbene la normativa pregressa e la prassi di mercato avessero comunque spinto i gestori di tutti i fondi monetari a pubblicare il valore di mercato delle quote su base discrezionale, ai sensi delle modifiche normative in esame questo dato deve essere obbligatoriamente inserito all'interno dei canali informatici dei fondi e aggiornato su base giornaliera al fine di sottolineare le

⁹¹ *Ivi*, p. 47828.

⁹² *Ivi*, p. 47829.

modifiche che possono intervenire durante ogni semestre contabile⁹³. Infine, la riforma in esame impone ai fondi monetari in crisi di pubblicare sul rispettivo sito *web* determinate informazioni sulla strategia in concreto utilizzata per ristabilire condizioni di equilibrio economico-finanziario. In particolare, si prevede che il consiglio di amministrazione pubblici notizie sull'eventuale imposizione di commissioni di liquidità e/o sospensioni temporanee del diritto di fuoriuscita dal fondo, sulla prevedibile data di rimozione delle misure applicate e, qualora rilevante, sulla natura e entità dei sostegni di liquidità esterni ricevuti da soggetti terzi. Le notizie così diffuse devono essere fornite lo stesso giorno lavorativo in cui il fondo monetario comunica alla SEC il report sulla risoluzione della crisi e in misura sommaria rispetto alla descrizione contenuta nella documentazione di vigilanza (c.d. *Form N-CR*)⁹⁴. A titolo esemplificativo, quanto alla ricezione di eventuali supporti esterni, i gestori dei fondi monetari devono pubblicare sul sito *web* aziendale soltanto la notizia circa la facilitazione di liquidità ottenuta, omettendo di fornire dettagli legati alla ragione sottesa al supporto ricevuto, il termine e, in generale, ogni altra pattuizione contrattuale stipulata con il soggetto terzo⁹⁵. Secondo il punto di vista del legislatore statunitense, invero, l'obiettivo delle disposizioni in esame è quello di fornire ai quotisti attuali e/o futuri unicamente informazioni strumentali a: (i) valutare in linea generale il profilo di rischio dei fondi monetari; (ii) assumere, di conseguenza, decisioni di investimento che soddisfano al meglio i rispettivi obiettivi⁹⁶.

⁹³ *Ivi*, p. 47830.

⁹⁴ *Ivi*, p. 47832, in cui si afferma, al riguardo, che nel sito *web* aziendale il fondo monetario in difficoltà deve accludere la seguente dichiarazione: «*il fondo è obbligato a fornire ulteriori informazioni sull'applicazione delle misure di risoluzione nel Form N-CR, il quale deve essere tempestivamente inviato all'Autorità di vigilanza. Successivamente, ogni Form N-CR in tal modo inviato è consultabile nel Database pubblico EDGAR, reperibile nel sito web della Securities and Exchange Commission al seguente indirizzo: <http://www.sec.gov>».*

⁹⁵ Queste notizie devono, infatti, essere inserite nel *Form N-CR* che i gestori dei fondi monetari hanno l'onere di inviare alla SEC a cadenza regolare: sulle modifiche della riforma in esame al contenuto del *Form N-CR* cfr. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, 17 CFR Parts 230, 239 et. al, *Money Market Fund Reform; Amendments to Form PF*, cit., p. 47839.

⁹⁶ *Ivi*, p. 47834.

3.4. Obblighi di diversificazione del portafoglio

La nuova *Rule 2a-7* innova le disposizioni sulla concentrazione delle attività finanziarie presenti nel portafoglio dei fondi monetari, modificando in particolare entità e ambito di applicazione dei limiti legislativi imperanti sotto la precedente normativa. Quest'ultima, in effetti, stabiliva anzitutto che i fondi monetari non potessero investire più del cinque e 10 per cento del portafoglio gestito rispettivamente in strumenti finanziari emessi o garantiti da un solo soggetto giuridico. Inoltre, secondo la regola del c.d. «*twenty-five percent basket*», i gestori dei fondi monetari erano legittimati a garantire fino al 25 per cento del portafoglio titoli gestito tramite contratti di assistenza finanziaria offerti da una singola istituzione⁹⁷. Ai sensi della riforma del 2014, le disposizioni testé richiamate ricevono un nuovo contenuto giuridico. Ed invero, in primo luogo, quanto al limite del cinque per cento disposto per gli emittenti, la normativa di riferimento impone ai gestori dei fondi monetari di considerare come un singolo emittente tutti gli operatori economici che, pur godendo di una diversa personalità giuridica, sono avvinti a vario titolo da legami di controllo societario (c.d. *affiliated entities*)⁹⁸. In secondo luogo, in riferimento al margine del 10 per cento previsto per i prestatori di garanzia, si precisa che tale disposizione debba trovare applicazione anche nei confronti delle società sponsor delle entità dedite all'emissione di *asset-backed securities* (c.d. ABS). Infine, per quanto riguarda l'applicazione della regola «*twenty-five percent basket*» sopra richiamata, si stabilisce un distinguo sulla base del trattamento fiscale dei fondi monetari: più precisamente, i fondi non esenti dalla tassazione federale non possono più usufruire dell'eccezione del 25 per cento prevista dalla regola in esame, mentre i fondi esenti (c.d. *tax-exempt*), pur mantenendo tale opzione legislativa, vedono ridursi la percentuale di riferimento al 15 per cento. In altri

⁹⁷ Cfr. la versione risalente alla riforma del 2010 della *Rule 2a-7(c)(4)(i)* e (c)(4)(iii).

⁹⁸ Secondo la *Rule 2a-7(d)(3)(ii)(F)(1)*, per «*affiliated entities*» si intendono tutti quei collegamenti societari in cui, a titolo esemplificativo, una società controlla o è controllata da un'altra società, ovvero quando entrambe le società sono sottoposte al comune controllo di una società terza. Ai fini dell'applicazione della norma in esame, il concetto di controllo si configura ogniqualvolta una società detiene più del cinquanta per cento delle azioni dotate del diritto di voto nell'assemblea generale.

termini, secondo la riforma del 2014, soltanto i fondi monetari esenti dalla tassazione federale hanno la possibilità di garantire fino al 15 per cento del proprio portafoglio mediante contratti di assistenza finanziaria stipulati con una sola istituzione finanziaria⁹⁹.

L'estensione del limite di concentrazione del cinque per cento delle attività in portafoglio anche alla fattispecie delle società affiliate trova fondamento nell'intento legislativo di contenere il rischio di credito. Secondo l'Autorità di vigilanza statunitense, infatti, situazioni di instabilità finanziaria di un emittente possono diffondersi anche ad altre società controllate e/o collegate e, più in generale, il merito creditizio di una società dipende, nella stragrande maggioranza dei casi, anche dall'equilibrio di bilancio del gruppo societario di appartenenza. Di conseguenza, una diversificazione di portafoglio che tenga conto anche dei collegamenti societari attenua i rischi finanziari, in particolare quelli di credito, che possono derivare da un'eccessiva esposizione verso singoli gruppi societari. La disposizione di principio così formulata non viene, però, portata all'estreme conseguenze in quanto la riforma in esame provvede subitaneamente a fornire un'eccezione in grado di limare la coerenza del mutato vincolo di portafoglio. In particolare, tenendo conto dei commenti pubblici ricevuti sulla proposta legislativa del 2013, nella versione finale della nuova *Rule 2a-7* si stabilisce che le società controllanti e controllate che, da un punto vista prettamente ontologico, non possono essere considerate parti di un'unica unità economica vengono qualificate come singoli operatori economici. A titolo esemplificativo, rientra in tale eccezione la titolarità di rapporti di controllo nei confronti dei veicoli di investimento dediti all'emissione di *asset-backed commercial papers* (c.d. *special purpose vehicles*). Come noto, queste entità, essendo costituite al solo fine di gestire in maniera autonoma l'emissione di titoli di «secondo grado», sono estranee al concetto di collegamento societario rilevante ai fini delle disposizioni sulla diversificazione di patrimonio. Una loro eventuale ricomprensione all'interno del campo di applicazione della regola sulla concentrazione di portafoglio avrebbe, in effetti, rappresentato un formalismo privo di fondamento

⁹⁹ SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, 17 CFR Parts 230, 239 et. al, *Money Market Fund Reform; Amendments to Form PF*, cit., p. 47869.

pratico. Alla luce di quanto precede, sebbene i fondi monetari siano comunque sottoposti alla diversificazione di portafoglio nei confronti delle singole *special purpose vehicle*, per il calcolo del suddetto limite lo *special purpose vehicle* e la rispettiva società controllante non devono essere considerate come entità unitarie dal punto di vista economico¹⁰⁰.

Quanto al limite di portafoglio storicamente previsto per i prestatori di garanzia, come ricordato sopra, la nuova *Rule 2a-7* estende l'obbligo di diversificazione del 10 per cento del portafoglio anche alle società sponsor dei veicoli dedite all'emissione di *asset-backed securities* (c.d. *sponsors of ABS*). Più precisamente, secondo i paragrafi (a)(18)(ii) e (d)(3)(iii) della *Rule* in esame, un fondo monetario non è più legittimato a investire in *asset-backed securities* se, all'atto dell'acquisto di tali attività finanziarie, il portafoglio titoli gestito risulta essere investito per una quota maggiore al 10 per cento in strumenti finanziari emessi e/o garantiti dalla società sponsor degli *ABS* in tal modo acquistati. Le disposizioni in esame non trovano, tuttavia, applicazione qualora il consiglio di amministrazione del fondo monetario interessato attesti di non fare affidamento sulle risorse economico-finanziarie della società sponsor al fine di determinare il profilo di credito e liquidità degli *ABS* da quest'ultimo emessi¹⁰¹. In tal modo, la SEC persegue l'obiettivo di ridurre l'esposizione dei fondi monetari non soltanto nei confronti degli emittenti titoli di debito in generale, ma anche nei confronti delle società sponsor delle entità specializzate nell'emissione di *ABS*. I fatti susseguenti al fallimento di *Lehman Brothers* avevano, in effetti, fatto emergere l'inadeguatezza della versione originaria della *Rule 2a-7* nel contenere gli innumerevoli legami finanziari tra fondi monetari e entità *sponsor* delle *special purpose vehicles*. Sulla base del nuovo dettato legislativo, pertanto, questi ultimi intermediari finanziari, essendo formalmente parificati ai tradizionali fornitori di

¹⁰⁰ *Ivi*, p. 47871, in cui si precisa, tuttavia, che l'eccezione richiamata nel testo si applica soltanto se: (i) il *core business* della società controllante ha ad oggetto la gestione in chiave indipendente delle *special purpose entities*; (ii) le attività della società controllante nei confronti delle *special purpose entity* controllata si risolvono in attività di amministrazione e gestione delle attività correnti; (iii) nessuna delle attività finanziarie gestite dalla *special purpose entity* è riconducibile, direttamente e/o indirettamente, alla società controllante.

¹⁰¹ *Ivi*, p. 47874.

assistenza finanziaria, diventano soggetti a tutti gli effetti alle limitazioni di acquisto similari a quelle descritte nel paragrafo precedente.

La *ratio legis* sottesa alle norme richiamate nel presente paragrafo si rinviene, da ultimo, anche nel contenimento della regola del «*twenty-five percent basket*». Nel caso di specie, infatti, l’Autorità di vigilanza statunitense affronta la questione dei rischi finanziari a cui si espongono i fondi monetari che pongono eccessivo affidamento sulla fornitura di assistenza finanziaria da parte di singoli operatori economici. Al fine di tenere conto delle peculiarità presenti all’interno del settore dei fondi monetari, come ricordato in precedenza, la riforma del 2014 prevede, tuttavia, un trattamento differenziato a seconda dello statuto fiscale dei fondi in esame. In particolare, mentre ai fondi monetari sottoposti a tassazione federale viene tassativamente vietato di ricorrere all’eccezione del «*twenty-five percent basket*», i fondi esenti dalla suddetta tassazione sono legittimati a usufruire di contratti finanziari con singole entità fino ad un limite massimo del 15 per cento del portafoglio gestito. La differenza così ideata viene giustificata sulla base dell’analisi storica del portafoglio titoli dei fondi monetari: considerata la penuria di contratti di assistenza finanziaria offerti ai fondi esenti da tassazione, questi ultimi hanno storicamente fatto affidamento sulla c.d. regola del *basket* per reperire a vario titolo garanzie creditizie. In tale quadro, una improvvisa eliminazione della regola in esame avrebbe creato disagi all’interno del settore dei fondi esenti difficilmente giustificabili sulla base della mera esigenza di ridurre il rischio di concentrazione del portafoglio¹⁰². La rimodulazione della percentuale del *basket* dal 25 al 15 per cento del valore delle attività finanziarie gestite consente, invece, sia di preservare il modello di *business* dei fondi esenti, sia di ridurre quantitativamente le esposizioni verso prestatori di assistenza finanziaria.

3.5. Stress test

Al fine di dare una veste sistemica alla riforma in esame, le innovazioni disciplinari del 2014 provvedono, infine, a rafforzare gli obblighi di *stress testing* introdotti all’interno della *Rule 2a-7* dalle modifiche normative del 2010. Nello specifico, le nuove disposizioni impongono, anzitutto, ai gestori di ogni fondo

¹⁰² *Ivi*, p. 47883.

monetario di valutare periodicamente la capacità di mantenere il proprio patrimonio altamente liquido, tenendo a tal proposito sotto controllo la percentuale di attività finanziarie con scadenza settimanale presenti in portafoglio. In secondo luogo, si richiede all'industria dei fondi monetari in generale di testare il livello di volatilità dei patrimoni gestiti combinando tra loro almeno i seguenti scenari di mercato avversi: (i) aumento dei tassi di interesse offerti nel mercato monetario; (ii) declassamento e/o *default* di particolari attività finanziarie presenti in portafoglio; (iii) incremento del livello di richieste di rimborso delle quote. Infine, con riferimento alla comunicazione dei risultati della fase di *stress testing* al consiglio di amministrazione del fondo interessato, si potenziano gli obblighi informativi da onorare nei relativi *report*, onde consentire, se del caso, all'organo amministrativo di assumere iniziative dotate di un elevato livello di precisione¹⁰³.

Quanto al test di liquidità, ai sensi della mutata *Rule 2a-7(g)(8)(i)*, ogni fondo monetario è tenuto a valutare, in caso di manifestazione di scenari di mercato avversi, la propria capacità di mantenimento di almeno il 10 per cento del portafoglio gestito in attività finanziarie con scadenza settimanale¹⁰⁴. La *ratio legis* di tale innovazione si rinviene nell'importanza riposta dalla SEC sulla preventiva conoscenza delle cause che potrebbero deteriorare il livello di liquidità di un fondo monetario. Secondo l'Autorità di vigilanza statunitense, infatti, una gestione previdente delle disponibilità liquide rappresenta un fattore cruciale nell'evitare il c.d. *run risk*, ossia il rischio che improvvise richieste di rimborso conducano il fondo monetario in difficoltà a una situazione di *default*¹⁰⁵. Da un punto di vista pratico, la disposizione in esame non richiede una valutazione probabilistica degli effetti che un mutamento dei tassi di interesse di mercato potrebbero produrre sulla liquidità di portafoglio, bensì se e come un aumento

¹⁰³ *Ivi*, p. 47889, in cui si afferma inoltre che ai sensi della *Rule 2a-7(g)(8)(i)*, i fondi monetari che offrono quote di partecipazione a prezzo costante hanno l'onere di vagliare anche la capacità del fondo di mantenere la costanza del prezzo di offerta delle suddette quote.

¹⁰⁴ La soglia limite così individuata si uniforma allo stesso requisito previsto per l'obbligatoria applicazione della commissione di liquidità dell'un per cento fissata per le richieste di rimborso delle quote di partecipazione: cfr. a tal riguardo *Rule 2a-7(c)(2)(ii)*.

¹⁰⁵ SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, 17 CFR Parts 230, 239 et. al, *Money Market Fund Reform; Amendments to Form PF*, cit., p. 47890.

prospettico delle richieste di rimborso, in unione con un eventuale cambiamento delle condizioni generali di mercato, possano in concreto alterare l'ammontare delle disponibilità liquide presenti nel portafoglio di un fondo monetario. In altri termini, al fine di non appesantire oltremodo l'adeguamento alla nuova realtà normativa, le disposizioni in tema di *stress testing* richiedono ai gestori dei fondi monetari di evitare complessi calcoli circa gli effetti avversi di ipotesi di mercato soltanto indirettamente legate alla liquidità di portafoglio che un fondo monetario dovrebbe detenere¹⁰⁶.

In riferimento, invece, al vaglio sulla volatilità, secondo la nuova *Rule 2a-7(g)(8)(i)*, a prescindere dalla forma a NAV costante o variabile in concreto adottata, i gestori dei fondi monetari devono sperimentare la propria abilità nel mantenere costante nel tempo sia il tasso di liquidità del portafoglio, sia il valore di mercato del patrimonio netto¹⁰⁷. L'interesse a tenere conto di entrambi i fattori in esame, oltre a rispecchiare la ragion d'essere dei fondi monetari, viene motivata dalla SEC in quanto la stabilità del patrimonio netto e il tasso di liquidità costituiscono elementi profondamente connessi tra loro. Invero, in caso di turbolenza sul mercato finanziario, una riduzione del valore di mercato del patrimonio netto potrebbe dipendere dallo sforzo di ristabilire condizioni di equilibrio sul versante del tasso di liquidità; allo stesso tempo, una riduzione della liquidità presente in portafoglio potrebbe rappresentare la conseguenza diretta di un'alterazione negativa del patrimonio netto. In tale contesto, si inserisce, quindi, la richiesta legislativa di esaminare gli eventi che potrebbero a vario titolo incidere sulla liquidità del portafoglio e/o sulla stabilità del patrimonio netto di un fondo monetario¹⁰⁸. In particolare, gli scenari ipotetici che possono, a vario titolo, essere presi in considerazione durante lo *stress testing* sono rappresentati da: (i) incremento del livello generale degli interessi a breve termine; (ii) declassamento o *default* di un'attività finanziaria presente in portafoglio; (iii) aumento dello

¹⁰⁶ *Ivi*, p. 47891.

¹⁰⁷ *Ivi*, p. 47892 in cui si precisa, tuttavia, che i fondi a NAV costante debbono esaminare anche la rispettiva capacità di mantenere costante il valore di un dollaro per ogni quota offerta in sottoscrizione al pubblico degli investitori.

¹⁰⁸ *Ibidem*.

spread di rendimento tra attività finanziarie detenute e indici di riferimento; (iv) richieste collettive di fuoriuscita dal fondo. Le ipotesi paradigmatiche in tal guisa avanzate non rappresentano in ogni caso un *numerus clausus*, bensì soltanto dei punti di riferimento minimi che devono essere rielaborati su base discrezionale dai singoli fondi monetari. La rinnovata *Rule 2a-7* chiede, in effetti, ai gestori di questi fondi di applicare gli *stress testing* sulla variabilità di portafoglio sulla base di qualsiasi combinazione di eventi considerata rilevante nel caso concreto¹⁰⁹. A ben riflettere, rispetto alla normativa precedente, la principale novità apportata dalla riforma del 2014 si rinviene proprio nell'analisi degli scenari di mercato avversi: piuttosto che testare la volatilità di portafoglio in relazione a singole fattispecie destabilizzanti, le nuove disposizioni impongono ai fondi monetari di «amalgamare» insieme vari fattori ostili. A titolo esemplificativo, la SEC chiede ai gestori dei fondi monetari di non esaminare la resilienza di portafoglio prendendo in considerazione soltanto pressioni al riscatto delle quote, ma di aggregare nella stessa ipotesi di calcolo richieste di rimborso con altri elementi di mercato sfavorevoli (*id est*, aumento dei tassi di interesse, svalutazioni di *asset*, differenziali di rendimento)¹¹⁰. Questo inedito *modus operandi* trova fondamento in due considerazioni maturate sotto la vigenza della normativa precedente. In primo luogo, si è rilevato che singoli episodi di instabilità difficilmente producono situazioni di *stress* all'interno dei fondi monetari: più precisamente, finché il portafoglio titoli è liquido e il livello dei tassi di interesse non muta, pressioni al rimborso delle quote non riescono, *uti singuli*, a produrre una crisi di liquidità; allo stesso tempo, nessun effetto negativo può essere registrato nel valore di mercato del patrimonio netto di un fondo monetario se, per esempio, un aumento generalizzato dei tassi di interesse non produce, a sua volta, un incentivo alla fuoriuscita dal fondo interessato. In secondo luogo, si è notato che da un punto di vista statistico situazioni di crisi all'interno dell'industria dei fondi monetari si sono manifestate ogniqualvolta almeno due fattori di instabilità hanno prodotto effetti concatenati. Ciò posto, al fine di rendere lo strumento degli *stress test* maggiormente conforme alla realtà di mercato, la normativa in esame obbliga i

¹⁰⁹ *Ivi*, p. 47893.

¹¹⁰ *Ivi*, p. 47895.

soggetti interessati a produrre stime su eventi futuri considerando come base di calcolo minima due o più elementi destabilizzanti¹¹¹.

Per quanto concerne, infine, la comunicazione dei risultati degli *stress test*, ai sensi della *Rule 2a-7(g)(8)(ii)*, dal punto di vista temporale, il consiglio di amministrazione dei fondi monetari deve essere reso edotto di tali dati in occasione della prima assemblea degli amministratori disponibile o, qualora rilevante, in tempo utile per l'assunzione di decisioni tempestive. Quanto al contenuto, i documenti aventi ad oggetto le prove di stress devono comprendere, oltre al periodo temporale di riferimento e ad un'analisi sulla capacità del fondo di mantenere un adeguato tasso di liquidità e stabilità del portafoglio titoli gestito, tutte le informazioni che ragionevolmente possano essere necessarie allo studio della situazione economico-finanziaria del fondo monetario interessato. Questa prescrizione non deve, tuttavia, essere interpretata in modo letterale, nel senso cioè di obbligare gli uffici tecnici dei fondi monetari a inviare ai rispettivi consigli di amministrazione le specifiche di ogni prova di stress eseguita. L'intento legislativo sotteso alla nuova disposizione si rinviene, piuttosto, nell'opportunità di produrre report sugli *stress test* in cui emergano anche, e soprattutto, descrizioni del contesto di riferimento in grado di agevolare la comprensione dei risultati registrati¹¹². Secondo il punto di vista della SEC, invero, la comunicazione di informazioni aggiuntive in merito alle prove di stress dovrebbe facilitare il compito del consiglio di amministrazione nella gestione dei rischi finanziari presenti all'interno dell'industria dei fondi monetari, aumentando in particolare la capacità di reazione preventiva agli *shock* di liquidità che si dovessero manifestare nel mercato monetario¹¹³.

4. Prime reazioni alla riforma del 2014

Le modifiche introdotte alla *Rule 2a-7* hanno fin da subito stimolato l'industria di riferimento e gli studiosi della materia a formulare quesiti sull'utilità e/o sull'efficacia del rinnovato dettato normativo predisposto per il settore dei

¹¹¹ *Ivi*, p. 47896.

¹¹² *Ivi*, p. 47897.

¹¹³ *Ivi*, p. 47898.

fondi monetari statunitensi. In particolare, il dibattito tra i soggetti a vario titolo interessati si era inizialmente orientato sui due aspetti della riforma del 2014 maggiormente divisivi, ossia il restringimento dell'offerta di quote a prezzo costante e la predisposizione di strumenti innovativi di gestione del rischio di liquidità. Da un lato, gli operatori economici si erano concentrati prevalentemente sull'obbligatoria fluttuazione delle quote di partecipazione ad alcuni fondi monetari, sollevando interrogativi in merito alle conseguenze indesiderate che la normativa in esame avrebbe prodotto su struttura e composizione del mercato monetario. Secondo gli addetti ai lavori, infatti, la contrapposizione che sul punto era stata ideata in virtù della natura istituzionale o *retail* dei fondi monetari non avrebbe assicurato condizioni di stabilità finanziaria, ma si sarebbe piuttosto risolta in una mera redistribuzione delle attività finanziarie gestite all'interno del settore. Dall'altro lato, gli studiosi della materia avevano precipuamente convogliato le rispettive analisi sulle norme della riforma dedicate agli strumenti di risoluzione di situazioni di crisi (*id est*, commissioni di liquidità e sospensione del diritto di fuoriuscita), domandandosi nello specifico se e come questi dispositivi avrebbero garantito una maggiore resilienza e trasparenza dei fondi monetari. In tale ottica, al fine di illustrare dettagliatamente i diversi punti di vista maturati sul tema, nel prosieguo del presente paragrafo si esporranno i primi commenti e reazioni dell'industria dei fondi monetari e della dottrina di riferimento alle novità disciplinari introdotte dalla SEC nel 2014.

All'interno del settore dei fondi monetari, come testé anticipato, la ritrosia degli operatori del mercato monetario verso soluzioni di investimento instabili impediva di accogliere positivamente le norme predisposte dalla SEC sulla fluttuazione obbligatoria delle quote. Ed invero, mentre i fondi governativi e/o dedicati esclusivamente a investitori *persone-fisiche* potevano continuare a offrire quote di partecipazione a prezzo costante, la situazione mutava completamente in caso di fondi aperti all'investimento da parte di clienti *persone-giuridiche*. Secondo le nuove disposizioni della *Rule 2a-7*, infatti, questi ultimi avrebbero dovuto iniziare a commercializzare soltanto quote di partecipazione aventi un valore variabile, rinunciando così alla storica caratteristica di preservare il valore

di un dollaro per ogni quota offerta in sottoscrizione¹¹⁴. Di conseguenza, una fetta importante dei quotisti in tali fondi monetari avrebbe dovuto decidere se rimanere all'interno del settore in esame, accettando però il rischio della variabilità di valore dell'investimento effettuato, ovvero acquistare quote di partecipazione ai fondi governativi o altre soluzioni di investimento c.d. «*fixed-income*»¹¹⁵. In caso di sostanziale migrazione verso soluzioni di gestione della liquidità di matrice pubblica, tuttavia, si sarebbe potuto manifestare un effetto di contrazione nei confronti dell'acquisto di cambiali finanziarie emesse da società commerciali. Il passaggio dai fondi c.d. *prime* ai fondi governativi avrebbe, in effetti, diminuito la mole di risorse da canalizzare verso il settore privato, creando al contempo un inevitabile aumento dei costi di finanziamento dell'economia reale¹¹⁶. Allo scopo di evitare tale situazione, parte dell'industria dei fondi monetari si era, quindi, attivata nel senso di progettare nuovi veicoli di gestione della liquidità a breve termine in grado di bypassare le restrizioni derivanti dalla riforma della SEC del 2014. In questo ordine di idee si inserivano, per esempio, le proposte avanzate da alcuni operatori del settore in merito all'istituzione di fondi privati che, non essendo aperti al pubblico, avrebbero evitato la sottoposizione sia alle varie disposizioni dell'*Investment Company Act* in generale, sia alla ben nota *Rule 2a-7*¹¹⁷.

Le posizioni della dottrina nei confronti della riforma del 2014 hanno, invece, assunto contorni più variegati, affrontando *in primis* e soprattutto le

¹¹⁴ Sull'importanza della stabilità di valore delle quote cfr. E. CHASAN, *Money-Market Fund Changes May Have Uneven Impact on Companies*, in *The Wall Street Journal*, 17 September 2014.

¹¹⁵ D. MAXEY, *Advisers Weigh Impact of New Money-Fund Rules*, in *The Wall Street Journal*, 1 August 2014, in cui si rileva che secondo alcune stime degli addetti ai lavori le piccole imprese, le fondazioni e, in generale, le entità legate agli *endowments* avrebbero gradualmente abbandonato i fondi monetari non-governativi, soggetti alla fluttuazione obbligatoria delle quote, al fine di acquistare quote di partecipazioni a fondi monetari esenti dalle nuove disposizioni, ovvero altre opzioni di investimento altamente conservative (depositi bancari, ETF).

¹¹⁶ D. MAXEY, *Innovation May Provide Relief for Corporate Treasurers Facing Money-Fund Limitations*, in *The Wall Street Journal*, 6 August 2014.

¹¹⁷ S. JOHNSON, *Private placement option for US money market funds*, in *Financial Times*, 23 November 2014.

disposizioni della nuova *Rule 2a-7* dedicate alle commissioni di liquidità e alla sospensione del diritto di fuoriuscita dal fondo. Più esattamente, parte della dottrina ha affermato che una disciplina in grado di rendere l'universo dei fondi monetari maggiormente resiliente a scenari di mercato avversi avrebbe dovuto concedere ai rispettivi consigli di amministrazione totale discrezionalità in merito all'*an* e al *quantum* delle temporanee sospensioni del diritto di fuoriuscita dal fondo (c.d. *gates*)¹¹⁸. L'eliminazione di qualsiasi condizione di applicazione della misura in esame avrebbe, infatti, concesso agli amministratori dei fondi monetari la libertà di manovra necessaria a superare eventuali situazioni di disequilibrio economico-finanziario. Secondo tale pensiero, quindi, i presupposti indicati nella rinnovata *Rule 2a-7* come *condicio sine qua non* del ricorso ai *gates* non avrebbero permesso di assumere con la dovuta tempestività misure di contrasto a momenti di crisi, bensì si sarebbero tramutati in un mero aggravamento del *modus operandi* tipico dei fondi monetari¹¹⁹. In altri termini, oggetto di critica non era la predisposizione di strumenti in grado di sospendere la pronta convertibilità delle quote con denaro contante, ma i dettagli tecnici predisposti della SEC come limite all'applicabilità dei *gates*. La misura in sé veniva, a buon diritto, considerata fondamentale al fine di fronteggiare situazioni di illiquidità del fondo monetario in difficoltà; tuttavia, il ricorso in concreto a strumenti di gestione della liquidità avrebbe richiesto un'appropriata libertà di azione sui contenuti e sulle tempistiche di utilizzo degli stessi¹²⁰.

Critiche alla nuova disciplina sui fondi monetari si rinvenivano anche in quella parte di dottrina che considerava le commissioni di liquidità e la sospensione del diritto di fuoriuscita da un fondo di investimento come strumenti deleteri al contenimento del c.d. *run risk*, atteso che il loro impiego poteva anticipare cronologicamente il rischio di una corsa collettiva al rimborso delle quote¹²¹. Allo scopo di spiegare questa intuizione, alcuni studiosi suggerivano di

¹¹⁸ H. PEIRCE, R. GREENE, *Opening the Gate to Money Market Fund Reform*, in Mercatus Center – George Mason University, Working Paper, No. 14-10, April 2014.

¹¹⁹ *Ivi*, p. 39.

¹²⁰ *Ivi*, p. 40.

¹²¹ A tal proposito si rimanda al classico studio di M. CIPRIANI, A. MARTIN, P. MCCABE, B.M. PARIGI, *Gates, Fees, and Preemptive Runs*, cit.; in riferimento, in particolare, alle conseguenze

considerare un modello economico suddiviso in quattro periodi temporali¹²². Al *tempo zero*, un investitore decide di depositare una somma di denaro presso un istituto di credito sotto forma di deposito, oppure acquistare determinate quote di partecipazione ad un fondo monetario. Le somme in tal modo raccolte vengono parzialmente impiegate dall'intermediario creditizio prescelto per essere investite in strumenti finanziari che maturano al *tempo tre*. L'investimento effettuato produrrà un tasso di interesse che, al netto dei costi di gestione, verrà trasferito all'investitore all'atto della maturazione. Se, tuttavia, quest'ultimo decide di riscattare anticipatamente le somme depositate, l'intermediario creditizio incorrerà nei costi di liquidazione dell'investimento effettuato. Cosa succede in questo modello se viene introdotto il fattore incertezza? Gli autori si immaginano che al *tempo uno* alcuni investitori informati iniziano a sospettare che l'investimento effettuato dall'intermediario creditizio è più rischioso di quanto originariamente presentato. Si ipotizza ulteriormente che gli investitori informati e l'intermediario creditizio interessato possano prendere cognizione dello stato effettivo dell'investimento soltanto al *tempo due*. In questo contesto, al *tempo uno* gli investitori informati possono perseguire due strategie totalmente opposte: (i) in caso di soggetti *risk-averse*, chiedere immediatamente il rimborso del denaro affidato all'intermediario, costringendo quest'ultimo ad incorrere nei costi di liquidazione; oppure (ii) in presenza di soggetti *risk-seeking*, attendere il venir meno dell'incertezza in merito al buon fine dell'investimento effettuato, dal momento che, in caso di esito positivo, al *tempo tre* gli stessi potranno beneficiare del rendimento promesso¹²³. Da un punto di vista generale, la seconda opzione produce maggiori esternalità positive: da un lato, l'intermediario finanziario non si ritrova costretto a liquidare l'investimento effettuato al fine di soddisfare le richieste di *exit* e, dall'altro lato, il sistema economico beneficia *in toto* delle somme in precedenza ricevute. Il contesto di riferimento muta, però,

indesiderate della sospensione del diritto al rimborso delle quote di partecipazione ai fondi comuni di investimento cfr. A. ANG, N. BOLLEN, *Locked Up by a Lockup: Valuing Liquidity as a Real Option*, in *Financial Management*, 2010, vol. 39, issue 3, pp. 1069 e ss.

¹²² M. CIPRIANI, A. MARTIN, P. MCCABE, B.M. PARIGI, *Gates, Fees, and Preemptive Runs*, cit., p. 3.

¹²³ *Ivi*, p. 5.

completamente se nel modello economico in esame vengono aggiunte le variabili «commissioni di liquidità» e «gate». In particolare, se l'intermediario creditizio non può imporre restrizioni al diritto di fuoriuscita dal fondo, gli investitori informati considereranno razionale non abbandonare l'investimento intrapreso al *tempo uno*, preferendo attendere che l'incertezza venga meno al *tempo due*. In quella circostanza potranno, infatti, prendere decisioni basate sulle informazioni disponibili, optando eventualmente per una richiesta di riscatto dell'investimento effettuato. Questa strategia risulta non percorribile in caso di applicazione di commissioni di liquidità e restrizioni al diritto di fuoriuscita. Invero, se al *tempo due* emerge che l'investimento eseguito non produrrà un guadagno netto, l'intermediario creditizio applicherà *ipso iure* commissioni di liquidità e/o restrizioni al diritto di *exit*. In tal caso, gli investitori informati che vorranno comunque abbandonare la posizione assunta al *tempo due* dovranno sobbarcarsi parte dei costi di liquidità derivanti dallo smobilizzo dell'investimento divenuto improduttivo. Ciò posto, il comportamento dell'agente economico razionale sarà, perciò, quello di anticipare la fuoriuscita dall'intermediario creditizio al *tempo uno*, in guisa da evitare gli effetti restrittivi derivanti dall'uso delle commissioni di liquidità e/o della sospensione temporanea del diritto di fuoriuscita¹²⁴. Sulla scorta dei risultati del modello economico brevemente riportato, gli autori concludevano che la possibilità riconosciuta ai fondi monetari di applicare commissioni di liquidità e/o restrizioni al diritto di fuoriuscita dal fondo, incentivando il fenomeno delle corse al riscatto c.d. «anticipate» (*preemptive runs*) rispetto all'impiego di tali misure, non avrebbe aumentato il grado di stabilità dei fondi in esame, ma si sarebbe risolta in una produzione di esternalità negative all'interno del mercato finanziario¹²⁵.

Altri commentatori affermavano, invece, che se da un lato le nuove disposizioni previste dalla riforma del 2014 avrebbero probabilmente ridotto

¹²⁴ *Ivi*, p. 7.

¹²⁵ *Ivi*, p. 14; in senso conforme alla posizione riportata nel testo si esprimeva anche Kara Stein, una dei cinque membri del board della SEC che, insieme al commissario Micheal Piwowar, avevano espresso parere contrario alla riforma del 2014: si v. a tal proposito D. KEOHANE, *Will redemption gates cause runs? Redux*, in *Financial Times*, 20 August 2014.

l'incentivo dei quotisti ad abbandonare un fondo monetario in crisi, dall'altro lato, i costi della regolamentazione avrebbero potuto compromettere le possibilità di sopravvivenza del settore in esame. A ben vedere, le limitazioni a vario titolo imposte dalla rinnovata *Rule 2a-7* all'universo dei fondi monetari, riducendo sostanzialmente il margine di guadagno di tali intermediari finanziari, avrebbero potuto spingere il pubblico degli investitori, soprattutto istituzionali, verso soluzioni di investimento a breve termine più convenienti¹²⁶. Al riguardo, alcuni studiosi affermavano perentoriamente che la disciplina in esame, oltre a non ridurre il rischio di una corsa al riscatto delle quote, avrebbe comportato l'eliminazione del segmento *prime* dei fondi monetari¹²⁷. Questa affermazione trovava fondamento nella convinzione che la fluttuazione obbligatoria delle quote di partecipazione ad alcuni fondi monetari non era basata su una solida analisi dei costi e benefici, ma era l'effetto indiretto delle pressioni avanzate dalle altre Autorità di vigilanza del mercato finanziario statunitensi affinché i fondi monetari venissero sottoposti ad una regolamentazione di vigilanza para-bancaria¹²⁸.

Critiche dottrinali alla riforma del 2014 si rinvenivano, infine, anche presso quegli studiosi che sollevavano preoccupazioni per le nuove disposizioni in materia di diffusione di informazioni al pubblico e alle Autorità di vigilanza¹²⁹. Ed invero, si affermava in primo luogo che la pubblicazione indiscriminata di una mole rilevante di informazioni sull'operato dei fondi monetari avrebbe sovraccaricato eccessivamente il pubblico degli investitori di dati e notizie superflui, complicando al contempo la capacità degli stessi di studiare nel merito

¹²⁶ R. POZEN, T. HAMACHER, *SEC's new rules give US money market funds a floating feeling*, in *Financial Times*, 5 October 2014.

¹²⁷ M. L. COCHRAN, D.F. FREEMAN, H.M. CLARK, *Money Market Fund Reform: SEC Rulemaking in the FSOC Era*, in *Columbia Business Law Review*, 2015, no. 3, pp. 861-966, spec. p. 962.

¹²⁸ *Ivi*, p. 964, in cui gli autori accusano le prese di posizioni della *Federal Reserve* e del *Financial Stability Oversight Council* circa l'asserita pericolosità sistemica dei fondi monetari e, in particolare, la minaccia di qualificare ai sensi della sezione 113 del *Dodd-Frank Act* i fondi in esame come SIFI, ossia intermediari finanziari la cui importanza sistemica avrebbe giustificato l'applicazione delle stesse norme e procedure di supervisione pubblica storicamente previste dalla *Federal Reserve* nei confronti degli intermediari bancari tradizionali.

¹²⁹ J. E. FISCH, *The Broken Buck Stops Here: Embracing Sponsor Support in Money Market Fund Reform*, in *North Carolina Law Review*, Vol. 93, Num. 4, 2015, pp. 936 e ss.

lo «stato di salute» dei fondi interessati¹³⁰. In secondo luogo, si sosteneva che le istituzioni finanziarie dedite alla produzione di prodotti finanziari sostanzialmente equivalenti al denaro contante non avrebbero dovuto agire in un contesto di c.d. «*full disclosure*»: più esattamente, in analogia alla segretezza che ha sempre caratterizzato parte dell'operato degli istituti bancari, anche i fondi monetari avrebbero dovuto beneficiare di un contesto informativo per certi versi opaco¹³¹. Secondo questa corrente di pensiero, in effetti, un controllo attivo delle istituzioni finanziarie monetarie da parte del pubblico degli investitori non garantirebbe il corretto operare del mercato monetario e, in ogni caso, produrrebbe degli effetti economici difficilmente calcolabili¹³². In tale contesto, le disposizioni che venivano considerate maggiormente fuorvianti erano quelle che imponevano la pubblicazione, da un lato, del valore di mercato del patrimonio netto dei fondi su base giornaliera e, dall'altro lato, dell'eventuale ricevimento di sostegni di liquidità esterni. La problematicità di queste due prescrizioni si rinveniva nel fatto che le informazioni in tal modo canalizzate potevano diffondere sul mercato segnali altamente erronei¹³³. Nel primo caso, infatti, si rilevava che la pubblicazione giornaliera delle variazioni di patrimonio netto intervenute entro quattro cifre decimali avrebbe diffuso un senso di volatilità eccessivo, in quanto non conforme ai reali mutamenti di valore del portafoglio gestito¹³⁴. In

¹³⁰ *Ivi*, p. 973, in cui si riportano dati empirici su ricerche effettuate nel 2006 secondo le quali, prima della grande crisi finanziaria dei mutui *subprime*, più della metà degli investitori in fondi di investimento aperti leggevano i prospetti informativi in maniera superficiale, mentre soltanto l'otto per cento degli intervistati leggeva la documentazione informativa in tutta la sua interezza: cfr. a tal proposito S. WEST, V. LEONARD-CHAMBERS, *Understanding Investor Preferences for Mutual Fund Information*, Investment Company Institute, 2006, documento disponibile al seguente indirizzo: www.ici.org/pdf/rpt_06_inv_prefs_full.pdf, spec. p. 25.

¹³¹ J. E. FISCH, *The Broken Buck Stops Here: Embracing Sponsor Support in Money Market Fund Reform*, cit., p. 974.

¹³² Per una difesa della opacità bancaria come fattore di efficienza del mercato finanziario cfr. T. VI DANG, G. GORTON, B. HOLMSTROM, G. ORDONEZ, *Banks as Secret Keepers*, in *American Economic Review*, 2017, Vol. 107, No. 4, pp. 1005-1029.

¹³³ J. E. FISCH, *The Broken Buck Stops Here: Embracing Sponsor Support in Money Market Fund Reform*, cit., p. 974.

¹³⁴ *Ibidem*.

riferimento, invece, al secondo caso, si sottolineava che la pubblicazione dei sostegni di liquidità ricevuti in passato, piuttosto che tranquillizzare il pubblico degli investitori sulla solidità dei fondi sovvenzionati, avrebbe potuto essere interpretata come un sintomo della fragilità e/o pericolosità dei fondi stessi¹³⁵.

5. Conseguenze della riforma del 2014

La pubblicazione della *final rule 2a-7* sul *Federal Register* degli Stati Uniti d'America ha prodotto conseguenze rilevanti all'interno del settore dei fondi monetari statunitensi, modificando sia la quota di mercato delle varie tipologie di fondo, sia il livello di rischiosità delle passività finanziarie detenute in portafoglio¹³⁶.

Più esattamente, quanto alle modifiche strutturali, a partire dal 2015, le attività finanziarie dei fondi monetari non-governativi hanno iniziato a ridursi drasticamente rispetto ai livelli raggiunti prima della riforma del 2014¹³⁷: si è al riguardo calcolato che il valore netto delle attività in portafoglio dei fondi in esame si è ridotto di circa il 70 per cento, mentre il numero delle attività gestite ha registrato un calo del 50 per cento¹³⁸. Al contrario, nello stesso periodo, il portafoglio dei fondi monetari governativi è cresciuto a livelli esponenziali, anche grazie alla conversione in quest'ultima categoria di parte dei fondi non-governativi¹³⁹. In termini numerici, dall'esame dei dati di bilancio contenuti nel

¹³⁵ Ivi, p. 978.

¹³⁶ K. BURNE, *BlackRock to Shift Funds to Comply With New Rules*, in *The Wall Street Journal*, 6 April 2015.

¹³⁷ J. RENNISON, *Prime money market funds get respite from outflows*, in *Financial Times*, 28 April 2016; V. MONGA, *Investors Pulling Money out of Prime Money Funds*, in *The Wall Street Journal*, 28 July 2016.

¹³⁸ D. MAXEY, *Advisers Prepare for Changes to Money-Market Funds*, in *The Wall Street Journal*, 18 February 2015.

¹³⁹ R. P. BAGHAI, M. GIANNETTI, I. JAGER, *Liability Structure and Risk-Taking: Evidence from the Money Market Fund Industry*, preproof accepted article for *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, June 2021, documento consultato al seguente indirizzo: <https://www.cambridge.org/core/terms>; <https://doi.org/10.1017/S0022109021000338>, p. 13; sulle modifiche intervenute all'interno dei gruppi societari che gestiscono fondi monetari cfr. M. CIPRIANI, G. LA SPADA, *Investors' Appetite for Money-Like Assets: The Money Market Fund*

Form N-MFP, si è calcolato che il totale delle attività finanziarie gestite dai fondi non-governativi (c.d. fondi *prime* e *municipal*) è diminuito di circa 1,120 trilioni di dollari, mentre il patrimonio dei fondi governativi è aumentato di un ammontare pari a 1,032 trilioni di dollari¹⁴⁰.

In riferimento, invece, alla natura delle passività finanziarie, si è rilevato che il passaggio forzoso alla fluttuazione delle quote di partecipazione dei fondi non-governativi ha incentivato il *management* dei fondi interessati ad acquistare titoli di debito maggiormente rischiosi. In particolare, in seguito all'entrata in vigore della riforma del 2014, i fondi non-governativi offerti a investitori istituzionali hanno indirizzato il portafoglio gestito verso titoli più rischiosi rispetto a quelli reperibili nel patrimonio dei fondi dedicati agli investitori *retail*¹⁴¹. Allo stesso tempo, i fondi non-governativi hanno marcatamente diminuito la percentuale di strumenti finanziari in portafoglio aventi una scadenza settimanale, favorendo piuttosto l'acquisto di titoli aventi un orizzonte temporale

Industry after the 2014 Regulatory Reform, in *Journal of Financial Economics*, Vol. 140, Issue 1, April 2021, pp. 250 e ss; si v. anche K. BURNE, *Money Funds Clamor for Short-Term Treasuries*, in *The Wall Street Journal*, 19 October 2015, secondo il quale, al fine di evitare l'applicazione della nuova *Rule 2a-7*, gestori di fondi monetari non-governativi aventi in portafoglio circa duecento miliardi di dollari avevano già pubblicato piani di conversione dei rispettivi veicoli di investimento in fondi governativi; in senso conforme v. R. TEITELBAUM, *T. Rowe Price Prime Money Fund Switches to Government Focus*, in *The Wall Street Journal*, 2 August 2016.

¹⁴⁰ C. CHEN, M. CIPRIANI, G. LA SPADA, P. MULDER, N. SHAH, *Money Market Funds and the New SEC Regulation*, in *Federal Reserve Bank of New York Liberty Street Economics*, March 2017, documento disponibile al seguente indirizzo: <http://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2017/03/money-market-funds-and-the-new-sec-regulation.html>, i quali hanno rilevato tuttavia che le modifiche intercorse all'interno del settore dei fondi monetari non hanno modificato la quota di mercato dei relativi gruppi: il passaggio dai fondi non-governativi ai fondi governativi si è, quindi, manifestato soltanto all'interno dei vari «*fund family*».

¹⁴¹ Cfr. al riguardo S. SUNDARESAN, K. XIAO, *Unintended Consequences of Post-crisis Liquidity Regulation*, Working Paper, Columbia Business School, January 2019, disponibile al seguente indirizzo: <https://www.fdic.gov/analysis/cfr/bank-research-conference/annual-19th/papers/32-xiao.pdf>, secondo i quali, in seguito alla riforma del 2014, le banche statunitensi hanno ricevuto una quota maggioritaria dei finanziamenti a breve termine da parte del *Federal Home Loan Bank System*, a sua volta finanziato tramite denaro proveniente dai fondi monetari governativi.

ampio¹⁴². Questa tendenza veniva giudicata da parte della dottrina come una conseguenza diretta del diverso modo in cui gli investitori consideravano le quote di partecipazione ai fondi monetari non-governativi. In altri termini, si ipotizzava che il nuovo *status* disciplinare imposto alle passività dei fondi monetari in esame (*id est*, la fluttuazione obbligatoria delle quote) avesse prodotto effetti anche sulla composizione dei portafogli titoli gestiti in monte: l'incremento della trasparenza circa il valore di mercato delle quote e, più in generale, la maggiore sensibilità degli investitori alle *performance* economiche dei fondi monetari avevano condotto questi ultimi a prediligere investimenti in prodotti finanziari più redditizi¹⁴³.

Senonché, la nuova *Rule 2a-7* non si è limitata a produrre effetti all'interno dell'industria dei fondi monetari, ma ha modificato profondamente anche il *modus operandi* e i costi di esercizio di altri agenti economici. In particolare, conseguenze di rilievo si sono avute anzitutto nei confronti di tutti quegli intermediari finanziari che avevano storicamente fatto affidamento sul finanziamento a breve termine offerto dai fondi monetari non-governativi¹⁴⁴. Quanto al comparto bancario, ad esempio, si è rilevato che la riduzione del livello di patrimonio gestito dai fondi non-governativi ha, contemporaneamente, prodotto una ricalibrazione dell'emissione di titoli di debito a breve termine¹⁴⁵ e un

¹⁴² R. P. BAGHAI, M. GIANNETTI, I. JAGER, *Liability Structure and Risk-Taking: Evidence from the Money Market Fund Industry*, cit., p. 31.

¹⁴³ *Ivi*, p. 33.

¹⁴⁴ Sulle conseguenze della riforma in esame sul tasso LIBOR (London interbank offered rate), allora punto di riferimento dei prestiti a breve termine non garantiti nel mercato finanziario, cfr. J. RENNISON, E. PLATT, *Rising benchmark raises borrowing costs for companies*, in *Financial Times*, 9 August 2016; v. in senso conforme anche S. FOLEY, *SEC money market fund reforms help push Libor rates higher*, in *Financial Times*, 15 September 2016; si v. anche R. TEITELBAUM, V. MONGA, *New Money-Fund Rules Test Need for Liquidity Versus Yield*, in *The Wall Street Journal*, 8 August 2016; V. MONGA, H. GILLERS, *New Rules and Fresh Headaches for Short-Term Borrowers*, in *The Wall Street Journal*, 8 August 2016.

¹⁴⁵ Sulla riduzione delle cambiali finanziarie emesse nel mercato monetario si v. J. RENNISON, E. PLATT, *US short-dated debt market at lowest level since 1997*, in *Financial Times*, 7 October 2016.

incremento dei costi di finanziamento¹⁴⁶: la diminuzione netta del numero di acquirenti di cambiali finanziarie emesse dagli intermediari bancari si è, infatti, risolta nella necessità di reperire altri canali di liquidità a breve termine più onerosi¹⁴⁷. Una situazione non dissimile è stata registrata anche all'interno del settore pubblico, laddove le amministrazioni governative locali, a fronte di un calo delle domande di acquisto di strumenti finanziari dalle stesse emesse, hanno dovuto affrontare un aumento dei costi di finanziamento a breve termine¹⁴⁸. Uno degli effetti pacifici della riforma del 2014 è stato, invero, unanimemente riscontrato nella lievitazione del tasso di riferimento utilizzato per stabilire l'ammontare dei *coupon* corrisposti sui titoli di debito emessi dagli enti pubblici locali¹⁴⁹. Una rivisitazione delle politiche di investimento/finanziamento si è avuta, infine, anche all'interno delle società non-finanziarie¹⁵⁰. Queste ultime avevano sempre considerato l'universo dei fondi monetari sia come una fonte di finanziamento a breve termine, sia come un modo pressoché sicuro in cui

¹⁴⁶ R. TEITELBAUM, *Banks Cut Back on Commercial Paper Issuance*, in *The Wall Street Journal*, 29 September 2016.

¹⁴⁷ J. CARNEY, *Money Markets May Keep the Squeeze on Banks*, in *The Wall Street Journal*, 5 February 2015, secondo il quale le banche erano allora i maggiori emittenti di debito a breve termine non-governativo acquistato dai fondi monetari: più esattamente, alla fine del 2014, i fondi monetari statunitensi detenevano 35.4 miliardi di dollari di cambiali finanziarie emesse da J.P. Morgan Chase e 35.1 miliardi di dollari di cambiali finanziarie emesse da Wells Fargo; in senso conforme si v. anche J. RENNISON, *Prime money market funds pull back from short-dated debt paper*, in *Financial Times*, 10 May 2016; K. BROWN, *A \$500 Billion Stampede in Money Markets Even Before New Rules Hit*, in *The Wall Street Journal*, 3 August 2016.

¹⁴⁸ In particolare, il tasso di rendimento delle cambiali finanziarie aventi una scadenza massima trimestrale era passato dallo 0,56 percento registrato all'inizio del 2016 allo 0,81 di fine ottobre 2016, mentre il LIBOR a tre mesi si era incrementato di circa 30 punti basi, passando dall'0,62 allo 0,88 nel corso del 2016. Quanto al settore pubblico, le amministrazioni locali erano passate dall'emissione di titoli di debito pubblico aventi un rendimento pari a zero all'offerta sul mercato monetario di strumenti finanziari aventi un rendimento pari a 83 punti basi: cfr. al riguardo J. RENNISON, *US money market fund reform: an explainer*, in *Financial Times*, 14 October 2016.

¹⁴⁹ J. RENNISON, *Muni borrowing costs jump as money market reforms loom*, in *Financial Times*, 16 September 2016.

¹⁵⁰ M. MURPHY, *Parking Corporate Cash Is Sure to Get More Complicated*, in *The Wall Street Journal*, 27 April 2015.

impiegare liquidità in eccesso¹⁵¹. La nuova realtà normativa aveva, invece, mutato tale convincimento: la possibilità di vedere il valore del proprio investimento fluttuare in negativo e il rischio di subire commissioni di liquidità e/o sospensioni temporanee al pronto ottenimento del rimborso delle quote avevano, a ben vedere, spinto varie società commerciali a vagliare altre alternative di impiego delle disponibilità di cassa e, in ogni caso, ad abbandonare i fondi monetari con valore delle quote di partecipazione variabile¹⁵². Sul punto, alcuni studiosi rilevavano che uno degli effetti della riforma del 2014 si rinveniva proprio nell'aver reso i fondi monetari un'opzione di investimento non più favorevole per i c.d. «*cash investors*», ovverosia tutti quegli investitori (istituzionali e/o *retail*) che impiegano in via ordinaria il capitale disponibile esclusivamente verso l'acquisto di strumenti finanziari aventi caratteristiche simili al denaro contante¹⁵³.

6. La crisi Covid19

Il quinquennio successivo all'entrata in vigore della riforma del 2014, pur comportando gli effetti sopra descritti, è stato superato senza registrare l'emergere di situazioni di *stress* all'interno del settore dei fondi monetari. Il rafforzamento dei requisiti prudenziali avverso il rischio di corse al riscatto delle quote aveva, in effetti, reso il comparto in esame particolarmente avverso all'assunzione di rischi

¹⁵¹ Sull'incompatibilità della nuova riforma della *Rule 2a-7* con la prassi di mercato di depositare somme di denaro vincolate a ipotesi di acquisizioni/fusioni societarie in c.d. "*escrow account*" si v. B. EISEN, *M&A Deals Feel Ripples of Money Market Reform*, in *The Wall Street Journal*, 11 October 2016 laddove si afferma che le restrizioni al pronto utilizzo delle disponibilità liquide depositate presso fondi monetari (e.g. sospensioni al diritto di rimborso delle quote) avrebbero rappresentato un ostacolo difficilmente gestibile per tutti quegli *escrow account* utilizzati come soluzione di deposito temporaneo di somme di denaro da investire in progetti di acquisizione e/o fusione societaria.

¹⁵² K. S. JOHNSON, *Greater Proportion of Corporate Cash Held in Banks*, in *The Wall Street Journal*, 9 July 2015.

¹⁵³ M. CIPRIANI, J. GORTMAKER, G. LA SPADA, *Monetary Policy Transmission and the Size of the Money Market Fund Industry*, in *Federal Reserve Bank of New York Liberty Street Economics*, 20 November 2019, documento disponibile al seguente indirizzo: <https://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2019/11/monetary-policy-transmission-and-the-size-of-the-money-market-fund-industry.html>.

finanziari e, in generale, restio a investire il patrimonio gestito in monte in titoli aventi una scadenza superiore a sei mesi. A livello regolamentare, la nuova *Rule 2a-7* è stata interessata da una sola proposta di riforma – non andata a buon fine – tendente a reintrodurre il valore costante delle quote di partecipazione anche per i fondi *prime*. Secondo i promotori di questa iniziativa di revisione, a ben riflettere, la riforma del 2014 si era risolta in un mero incremento dei costi di finanziamento a breve termine e in una connessa riduzione delle ipotesi di impiego del denaro contante. Inoltre, si sosteneva che i gravosi costi imposti dal legislatore statunitense all'industria dei fondi monetari non erano stati in grado di controbilanciare le asserite esternalità positive derivanti dal nuovo dettato normativo¹⁵⁴.

La situazione di relativa tranquillità nel settore di riferimento è mutata drasticamente con l'avvento della crisi Covid19 e il connesso «congelamento» del mercato delle cambiali finanziarie. La centralità di questi strumenti di finanziamento a breve termine per le imprese è, infatti, cresciuta a dismisura in seguito al crollo delle vendite dovute alla chiusura forzosa del sistema economico. Senonché, la situazione di illiquidità allo stesso tempo diffusasi anche sul mercato finanziario ha impedito alle imprese commerciali di collocare sul mercato qualsiasi titolo di debito a breve termine¹⁵⁵. Dal lato degli acquirenti di cambiali finanziarie, invero, in conseguenza della corsa del pubblico degli investitori a riprendere possesso delle proprie disponibilità liquide, i fondi monetari – acquirenti per antonomasia delle cambiali finanziarie – si sono trovati a loro volta nell'impossibilità di fornire liquidità agli operatori economici in *deficit*¹⁵⁶. Questa iniziale situazione di *impasse* è stata superata soltanto attraverso l'intervento della *Federal Reserve di New York* la quale, ai sensi della Sezione 13(3) del *Federal Reserve Act*, ha provveduto ad immettere liquidità nel sistema, acquistando

¹⁵⁴ A. ACKERMAN, *House Money-Fund Bill Hits a Snag*, in *The Wall Street Journal*, 30 January 2019.

¹⁵⁵ C. SMITH, E. PLATT, J. RENNISON, *Commercial paper market still creaking despite Fed measures*, in *Financial Times*, 1 April 2020.

¹⁵⁶ R. WIGGLESWORTH, *Federal Reserve howitzer is insufficient, but necessary*, in *Financial Times*, 16 March 2020.

direttamente cambiali finanziarie emesse dalle società in difficoltà¹⁵⁷. La *ratio* sottesa a questa iniziale iniezione di liquidità si rinveniva nell'opportunità di contenere il panico creatosi dalla incertezza pandemica e, soprattutto, incoraggiare gli investitori a partecipare di nuovo all'acquisto di titoli di debito a breve termine. Dal punto di vista pratico, il programma di acquisto di cambiali è stato strutturato attraverso la costituzione di una società veicolo (c.d. *special purpose vehicle*) preposta all'acquisto di cambiali finanziarie di elevata qualità creditizia e finanziata dal denaro pubblico proveniente direttamente dalla *Federal Reserve di New York*¹⁵⁸.

Al fine di contenere la crisi di liquidità dei fondi monetari, la *Federal Reserve*, previa approvazione del Ministero del tesoro americano, ha provveduto a strutturare un secondo programma di aiuti definito, all'occorrenza, *Money Market Mutual Fund Lending Facility* (c.d. MMLF)¹⁵⁹. Quest'ultimo intervento è stato predisposto allo scopo precipuo di evitare soluzioni di continuità nel mercato monetario, permettendo in particolare ai fondi monetari di preservare i rispettivi canali di finanziamento dell'economia reale, e ciò anche in presenza di massive richieste di rimborso provenienti dai quotisti desiderosi di fuoriuscire dai patrimoni gestiti in monte¹⁶⁰. Secondo le parole della *Federal Reserve*, il MMLF avrebbe consentito ai fondi monetari di soddisfare le richieste di fuoriuscita inoltrate dalle famiglie e da altri investitori, rafforzando al contempo il corretto funzionamento del mercato a breve termine e la fornitura di credito al sistema

¹⁵⁷ J. VERLAINE, *Explaining the Fed's Intervention in Commercial-Paper Markets*, in *The Wall Street Journal*, 17 March 2020.

¹⁵⁸ B. GREELEY, J. RENNISON, C. SMITH, *Fed to buy commercial paper to ease market turmoil*, in *Financial Times*, 17 March 2020.

¹⁵⁹ Sulle misure adottate a favore dei fondi monetari dediti all'acquisto di titoli di debito emessi dalle amministrazioni locali cfr. K. MARTIN, J. POLITI, B. GREELEY, C. SMITH, *Federal Reserve takes steps to support US municipal bond market*, in *Financial Times*, 20 March 2020; N. TIMIRAOS, H. GILLERS, *Fed Includes Municipal Debt in Money-Market Lending Backstop*, in *The Wall Street Journal*, 20 March 2020.

¹⁶⁰ J. POLITI, *Federal Reserve sets up facility to make loans to banks*, in *Financial Times*, 19 March 2020; N. TIMIRAOS, *Federal Reserve to Backstop Money-Market Mutual Funds Amid Coronavirus*, in *The Wall Street Journal*, 19 March 2020.

economico¹⁶¹. Attraverso questo secondo programma di sostegni pubblici, nello specifico, la *Federal Reserve di Boston* avrebbe fornito liquidità al sistema bancario sotto forma di finanziamenti senza rivalsa (c.d. *non-recourse loans*) garantiti in via prevalente da cambiali finanziarie acquistate dai fondi monetari. Sebbene la misura di sostegno in esame non avrebbe interessato direttamente il bilancio dei fondi monetari, l'incentivo pubblico ad acquistare cambiali finanziarie detenute da tali fondi avrebbe indirettamente aumentato le loro riserve di liquidità¹⁶². In senso conforme, sostegni esterni a favore dei fondi monetari si sono registrati anche da parte del settore privato, laddove entità finanziarie *sponsor* come *BNY Mellon* e *Goldman Sachs* hanno attivato diverse linee di credito a favore dei rispettivi fondi monetari non-governativi¹⁶³.

I programmi di aiuto così attuati hanno stimolato immediatamente dei parallelismi con il medesimo *bailout* pubblico ricevuto dai fondi monetari durante la crisi finanziaria del 2008, ponendo di nuovo l'accento sul rischio sistemico che tali fondi impongono al mercato finanziario. Secondo alcuni commentatori, in effetti, il godimento di un supporto esterno del tutto identico a quello ricevuto un decennio precedente avrebbe dovuto spingere i *policy-maker* a rivisitare l'idea di

¹⁶¹ Cfr. BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM, *Federal Reserve Board broadens program of support for the flow of credit to households and businesses by establishing a Money Market Mutual Fund Liquidity Facility (MMLF)*, Press Release, 18 March 2020, documento disponibile al seguente indirizzo: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20200318a.htm>.

¹⁶² Cfr. in tal senso I. KAMINSKA, *When central banks take over securities markets*, in *Financial Times*, 26 March 2020; v. anche S. RIDING, *Central banks prop up fund industry with \$100bn injection*, in *Financial Times*, 4 May 2020, in cui si afferma che il sostegno di liquidità della Fed a favore dei fondi monetari ha raggiunto la cifra di 51 miliardi di dollari.

¹⁶³ A tal proposito si vedano i report di R. HENDERSON, R. ARMSTRONG, *BNY Mellon steps in to support money market fund after outflows*, in *Financial Times*, 20 March 2020, per quanto concerne il supporto offerto da *BNY Mellon* nei confronti del fondo *Dreyfus Cash Management* e L. NOONAN, *Goldman Sachs spends \$1.9bn to shore up two money market funds*, in *Financial Times*, 23 March 2020, in riferimento all'aiuto economico offerto da *Goldman Sachs* a beneficio di due (*Square Money Market Fund* e *Square Prime Obligations Fund*) dei fondi *prime* dalla stessa gestiti; cfr. anche D. MICHAELS, *Goldman Steps In to Shore Up Two Money Funds*, in *The Wall Street Journal*, 24 March 2020.

una sottoposizione dei fondi monetari a una supervisione e regolazione parabancaria¹⁶⁴. A ben vedere, nonostante i presidi prudenziali introdotti dopo la grande crisi finanziaria, sembrava come se le riforme alla *Rule 2a-7* dell'*Investment Company Act*, rispettivamente introdotte nel 2010 e nel 2014, non avessero impedito il ripetersi di situazioni di *stress* nel settore dei fondi monetari¹⁶⁵. Di conseguenza, a giudizio di alcuni analisti di mercato, la normativa di riferimento avrebbe dovuto senz'altro essere oggetto di una nuova ristrutturazione da parte del legislatore statunitense in guisa da rendere l'industria dei fondi monetari finalmente slegata dalla possibilità di beneficiare di *bailout* pubblici¹⁶⁶. Sotto altro versante, parte della letteratura economica ha affermato, invece, che la causa principale della crisi di liquidità dei fondi monetari si dovesse rinvenire nell'eccessiva rigidità della regolamentazione introdotta durante l'ultima modifica della *Rule 2a-7*. In particolare, alcuni studiosi hanno sostenuto che la corsa al riscatto delle quote dei fondi monetari *prime* durante il panico del mese di marzo 2020 era da attribuire in via prevalente alle restrizioni di liquidità predisposte dalla SEC con la riforma del 2014. In particolare, sulla base dell'analisi dei dati di mercato nel bimestre febbraio-marzo 2020, si è rilevato che la minaccia di subire commissioni di liquidità e/o sospensioni del diritto di rimborso, piuttosto che rendere l'industria di riferimento resiliente a scenari di mercato avversi, ha reso i fondi monetari con livelli di liquidità decrescenti maggiormente esposti al rischio di corse collettive al riscatto delle quote (c.d. *run risk*)¹⁶⁷. Seppur con diversità di vedute sostanziali, le due analisi sulla crisi di liquidità subita dai fondi monetari durante la prima emergenza Covid19

¹⁶⁴ P. KIERNAN, A. ACKERMAN, D. MICHAELS, *Why the Fed Had to Backstop Money-Market Funds, Again*, in *The Wall Street Journal*, 21 March 2020.

¹⁶⁵ P. KIERNAN, *Money-Market Fund Rules Likely Fall Short, Policy Makers Say*, in *The Wall Street Journal*, 29 September 2020.

¹⁶⁶ A. MOONEY, S. RIDING, *Mutual funds face scrutiny over systemic importance*, in *Financial Times*, 19 March 2020; C. FLOOD, *Threat of negative rates hangs over \$4.8tn US money fund industry*, in *Financial Times*, 30 May 2020.

¹⁶⁷ L. LI, Y. LI, M. MACCHIAVELLI, X. ZHOU, *Runs on prime money funds during the COVID-19 crisis*, in *VoxEu.org*, 14 July 2020, disponibile al seguente indirizzo: <https://voxeu.org/article/prime-money-funds-during-covid-19>.

concordavano sull'opportunità di rivedere il complesso normativo nel tempo introdotto all'interno dell'*Investment Company Act* per disciplinare questa particolare tipologia di fondi comuni di investimento. Al riguardo, le profonde interconnessioni tra l'operato dei fondi monetari e il buon funzionamento del sistema finanziario costringevano il legislatore statunitense ad assumere un ruolo proattivo¹⁶⁸.

7. La nuova proposta di riforma

Gli inviti a revisionare la normativa in tema di fondi monetari hanno raggiunto nel breve periodo il risultato auspicato. Alla fine del 2020, infatti, il *President's Working Group on Financial Markets* – comitato pubblico composto da rappresentanti del Tesoro americano, della *Federal Reserve*, della SEC e della *Commodity Futures Trading Commission* – ha pubblicato un *report* in cui si elencavano una serie di proposte disciplinari al fine di, da un lato, rendere il settore dei fondi monetari più resilienti a scenari di mercato avversi e, dall'altro lato, migliorare le logiche di funzionamento sottese alle fonti di finanziamento a breve termine¹⁶⁹. In particolare, questo *report* racchiudeva al suo interno 10 suggerimenti sulla base dei quali le agenzie di regolazione statunitense avrebbero potuto rimettere mano alle disposizioni dell'*Investment Company Act* specificamente dedicate ai fondi monetari¹⁷⁰. Nel merito, le proposte più significative avevano ad oggetto modifiche sostanziali delle commissioni di liquidità da applicare in caso di fuoriuscita da un fondo monetario non-governativo e una rivisitazione del ruolo da attribuire ai requisiti minimi di liquidità del portafoglio in caso di turbolenza finanziaria¹⁷¹. Quanto al primo

¹⁶⁸ S. RIDING, *Money market funds brace for rules overhaul after Covid shock*, in *Financial Times*, 30 October 2020.

¹⁶⁹ REPORT OF THE PRESIDENT'S WORKING GROUP ON FINANCIAL MARKETS, *Overview of Recent Events and Potential Reform Options for Money Market Funds*, December 2020, documento disponibile al seguente indirizzo: <https://home.treasury.gov/system/files/136/PWG-MMF-report-final-Dec-2020.pdf>.

¹⁷⁰ *Ivi*, 18.

¹⁷¹ Le proposte del *President's Working Group* erano sostanzialmente in linea con alcune raccomandazioni pubblicate dal Financial Stability Board: cfr. sul punto J. BAER, *Firms Wary as*

aspetto, alcune iniziative regolamentari caldeggiavano l'introduzione di commissioni di liquidità economicamente collegate all'andamento del mercato a breve termine: più esattamente, l'eventuale peggioramento delle condizioni di liquidità del mercato avrebbe dovuto spingere in alto l'ammontare delle commissioni di liquidità da imporre ai quotisti uscenti; viceversa, in presenza di mercati ben funzionanti, le commissioni di liquidità avrebbero potuto assumere un valore più contenuto e, in ogni caso, non eccessivamente gravoso rispetto al capitale da recuperare¹⁷². In riferimento, invece, ai requisiti minimi di liquidità del portafoglio, al fine di attribuire maggiore flessibilità ai gestori dei fondi monetari, si auspicava uno sganciamento dei c.d. *liquidity mangament tools* (*id est*, commissioni di liquidità e sospensione temporanea del diritto di fuoriuscita dal fondo) dal livello generale della liquidità presente in portafoglio. In altri termini, l'eliminazione dell'automatismo introdotto dalla riforma del 2014 secondo il quale al di sotto di determinate soglie di liquidità i gestori dei fondi monetari dovevano ricorrere a misure di contenimento dell'opzione *exit* avrebbe permesso di ridurre il c.d. «*first-mover*» *bias*, ossia l'incentivo dei quotisti ad assumere decisioni di disinvestimento prima che il fondo monetario in difficoltà adotti restrizioni alla fuoriuscita¹⁷³.

L'invito formulato dal *President's Working Group on Financial Markets* è stato accolto dalla SEC che, alla fine del 2021, ha pubblicato una serie di proposte di riforma del mercato dei capitali tendenti, tra l'altro, a modificare nuovamente la nota *Rule 2a-7* dell'*Investment Company Act*¹⁷⁴. La *ratio* della nuova proposta si rinviene nell'opportunità di prevenire gli episodi di instabilità che in occasione delle due recenti recessioni economiche (2008 e 2020) hanno costretto la *Federal*

Money-Market Rule Changes Studied After Covid-19 Run, in *The Wall Street Journal*, 27 August 2021.

¹⁷² *Ivi*, p. 22.

¹⁷³ *Ivi*, p. 23; in senso conforme si v. anche C. SMITH, *Money market funds need reform to prevent runs, US regulators say*, in *Financial Times*, 22 December 2020.

¹⁷⁴ SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *SEC Proposes Amendments to Money Market Fund Rules*, Press Release, December 2021, documento disponibile al seguente indirizzo: <https://www.sec.gov/news/press-release/2021-258>.

Reserve a intervenire a sostegno della crisi di liquidità dei fondi monetari¹⁷⁵. Secondo il regolatore americano, il problema di base dei fondi monetari si rinviene nella disparità di trattamento giuridico rispetto agli intermediari bancari¹⁷⁶: l'assenza di requisiti minimi di capitale e la mancanza di un meccanismo di tutela simile all'assicurazione dei depositi bancari rendono i fondi monetari ciclicamente soggetti a fenomeni di corsa collettiva al riscatto delle quote di partecipazione (c.d. *dash for cash*)¹⁷⁷. Di qui, l'esigenza di intervenire su alcuni aspetti della disciplina applicabile ai fondi monetari che, alla prova dei fatti, non hanno garantito il mantenimento di una sana e prudente gestione. In particolare, la SEC ha proposto di: (i) incrementare ulteriormente i requisiti di liquidità di portafoglio al fine di costituire dei veri e propri *buffer* di liquidità da utilizzare in caso di improvvise richieste di rimborso; (ii) eliminare le disposizioni che consentivano ai gestori dei fondi monetari di applicare commissioni di liquidità e/o sospensione del diritto di rimborso in caso di riduzione del livello di liquidità del portafoglio al di sotto di soglie predeterminate; (iii) imporre ai fondi monetari non-governativi l'applicazione di politiche di rimborso chiamate «*swing pricing*», ossia meccanismi di rimborso del valore delle quote in cui il prezzo delle quote da rimborsare viene adeguato ai costi di liquidità che il fondo stesso deve affrontare per soddisfare tali richieste¹⁷⁸; (iv) chiedere la conversione forzosa

¹⁷⁵ S. PALMA, E. PLATT, *SEC proposes greater transparency for swaps at centre of Archegos collapse*, in *Financial Times*, 15 December 2021.

¹⁷⁶ G. GENSLER, *Statement on Money Market Fund Reform*, 15 December 2021, documento disponibile al seguente indirizzo: <https://www.sec.gov/news/statement/gensler-mmf-20211215>.

¹⁷⁷ P. KIERNAN, *SEC Floats Rules to Shore Up Money Markets, Curb Insider Trading*, in *The Wall Street Journal*, 15 December 2021; per una lettura favorevole alla nuova riforma della SEC si v. l'analisi di S. BAIR, *Regulators must act to rein in Wall Street risks as rates rise*, in *Financial Times*, 4 February 2022.

¹⁷⁸ Il prezzo di rimborso delle quote deve, cioè, essere adeguato al c.d. «*swing factor*» ogniqualvolta il fondo monetario interessato si trova a dover affrontare notevoli richieste di riscatto; il fattore da utilizzare per il calcolo delle quote tiene conto sia dei costi di transazione connessi alla trasformazione delle quote di partecipazione in disponibilità liquide, sia degli effetti di mercato legati alla vendita di alcune attività finanziarie detenute in portafoglio. In tal modo, il costo derivante dalla necessità di soddisfare richieste tempestive di fuoriuscita dal fondo non viene accollato ai quotisti rimanenti, bensì a coloro che decidono di abbandonare un fondo monetario

dei fondi monetari a NAV costante nella tipologia di fondi a NAV variabile nel caso in cui il mercato a breve termine dovesse stabilizzarsi verso l'offerta di tassi di interesse negativi; (v) proibire tutti quei meccanismi di riduzione del numero delle quote di partecipazione al fondo utilizzati per preservare artificialmente il valore nominale delle quote stesse (*reverse distribution mechanism, routine reverse stock split*); (vi) revisionare i metodi di calcolo dell'orizzonte temporale del patrimonio gestito (WAL e WAM) allo scopo di uniformare divergenti prassi di mercato; (vii) aggiornare i requisiti di *reporting* alle Autorità di vigilanza alla luce delle novità disciplinari avanzate¹⁷⁹.

Le proposte così articolate sono state sottoposte ad un periodo di consultazione pubblica di durata pari a 60 giorni, all'esito del quale la SEC potrà decidere se procedere ulteriormente con le modifiche inizialmente auspiccate, ovvero apportare correzioni al progetto di regolamentazione presentato. Ad ogni modo, a prescindere dagli sviluppi futuri, il presente lavoro ha per oggetto una comparazione giuridica della riforma del 2014 statunitense con il regolamento europeo n. 1131/2017 in tema di fondi monetari; pertanto, le nuove istanze di modifica recentemente avanzate della SEC non saranno oggetto di ulteriori approfondimenti.

durante situazioni di stress del mercato finanziario: cfr. sul punto J. DUPUY, C. PAGNANO, M. DAVALLA, *SEC Proposes Another Round of Money Market Fund Reforms*, in *National Law Review*, December 2021, pp. 3 e ss.

¹⁷⁹ SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *Money Market Fund Reforms*, Proposed Rule, 17 CFR Parts 270 and 274, Release No. IC-34441, File No. S7-22-21, December 2021, documento disponibile al seguente indirizzo: <https://www.sec.gov/rules/proposed/2021/ic-34441.pdf>.

IV. L'ESPERIENZA REGOLATORIA EUROPEA

1. La proposta di riforma della Commissione europea del 2013

In seguito alle prese di posizione delle Istituzioni europee citate nel capitolo due, il tema della regolazione degli intermediari finanziari non-bancari, e in particolare dei fondi monetari, è stato ripreso con vigore dalla Commissione europea nel corso del 2013. Come noto, l'obiettivo dell'esecutivo europeo era quello di rimuovere «dall'ombra» tutte quelle attività di intermediazione finanziaria condotte da entità non-bancarie sulla base di una regolamentazione prudenziale non particolarmente incisiva. In tale quadro, l'interesse nei confronti dei fondi monetari trovava fondamento nella combinazione di due fattori a prima vista antitetici: la nozione di soluzioni di investimento a basso rischio e l'assenza di una reale disciplina di tipo prudenziale. Secondo la Commissione europea, infatti, si era diffusa presso il pubblico degli investitori l'errata percezione che i fondi monetari, sebbene sottoposti a una normativa meno invasiva rispetto a quella applicata al comparto bancario, rappresentassero delle soluzioni di investimento delle disponibilità sostanzialmente simili ai depositi bancari. Di qui, l'unica soluzione concretamente praticabile era rappresentata dalla proposta di nuove regole in grado di ridurre il rischio sistemico insito nel *modus operandi* dei fondi monetari. Le idee ventilate a tal riguardo spaziavano dall'imposizione di un valore variabile alle quote di partecipazione ai fondi monetari, alla predisposizione di cuscinetti di capitale (c.d. *buffer*) avverso il rischio di improvvise richieste di rimborso, fino all'introduzione di restrizioni alle politiche di investimento perseguibili¹.

Alcune di queste suggestioni disciplinari sono state veicolate nella proposta di regolamento europeo presentata dalla Commissione all'inizio del mese di settembre 2013. Nello specifico, in tale prima iniziativa legislativa venivano avanzate, tra le altre, le seguenti soluzioni: (i) predisposizione di un *buffer* di capitale pari al tre per cento del portafoglio gestito per i fondi a NAV

¹ G. STEINHAUSER, *Last Chance for a Fix to Europe's Financial System*, in *The Wall Street Journal*, 23 August 2013.

costante; (ii) imposizione di percentuali minime di attività finanziarie aventi rispettivamente una scadenza giornaliera e settimanale; (iii) vincolo di concentrazione del portafoglio nei confronti di un'altra entità economica fissato al 10 per cento del patrimonio gestito; (iv) limitazione alla corresponsione di somme alle agenzie di *rating* dedite alla valutazione del merito creditizio dei fondi monetari; (v) divieto della possibilità di concedere supporto esterno ai fondi monetari in crisi di liquidità². Dal punto di vista dell'*iter* legislativo, la proposta in esame avrebbe dovuto ricevere il supporto delle due Istituzioni europee aventi potere legislativo (Parlamento europeo e Consiglio dell'UE) a stretto giro, atteso che durante la primavera del 2014 si sarebbero dovute tenere le elezioni per il nuovo Parlamento europeo. Quanto al merito, le disposizioni normative così avanzate dalla Commissione europea erano assai più restrittive di quelle propugnate dalla SEC nell'ordinamento statunitense: sebbene entrambi gli ordinamenti giuridici fossero allineati per quanto riguardava i requisiti di liquidità del portafoglio, la richiesta europea di un *buffer* di capitale pari al tre per cento del portafoglio e il divieto di beneficiare di qualsiasi tipo di supporto esterno rappresentavano un *unicum* nel contesto internazionale. Ed invero, come ricordato nel capitolo precedente, la SEC richiedeva ai fondi monetari a NAV costante soltanto l'obbligo di investire il patrimonio gestito in titoli di debito governativi, ovvero in strumenti finanziari garantiti da titoli di debito pubblici, mentre i fondi aventi NAV variabile potevano investire in tutti i prodotti finanziari emessi nel mercato monetario, ricorrendo all'applicazione dei c.d. *liquidity mangament tools* (commissioni di liquidità e/o sospensione del diritto di rimborso) nell'eventualità di una crisi di liquidità³; in nessun caso l'ordinamento statunitense richiedeva ai

² COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio sui fondi comuni monetari*, Bruxelles, 4.9.2013, COM (2013) 615 final, 2013/0306 (COD), documento disponibile al seguente indirizzo: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52013PC0615&from=ET>.

³ La SEC si era rifiutata di proporre requisiti di capitale per i fondi monetari operanti sul suolo statunitense in quanto questo requisito prudenziale poteva essere eccessivamente oneroso da implementare e, in ogni caso, rappresentava una sorta di contraddizione rispetto alle logiche di funzionamento sottese all'industria dei fondi di investimento: cfr. al riguardo G. STEINHAUSER, K.

gestori dei fondi monetari la costituzione di requisiti di minimi di capitale. Fermo restando la maggiore restrittività della disciplina europea, la proposta della Commissione costituiva, comunque, una sorta di compromesso tra le posizioni variamente espresse in seno agli Stati membri. In effetti, durante i negoziati precedenti alla pubblicazione della proposta in esame si erano sostanzialmente creati due raggruppamenti contrapposti: da un lato, la posizione restrittiva di Francia e Germania che propendevano per un divieto assoluto di commercializzazione di fondi a NAV costante, e dall'altro lato, la difesa dello *status-quo* da parte di Lussemburgo e Irlanda, paesi in cui i fondi a NAV costante gestivano circa 480 miliardi di euro. La sintesi era stata, quindi, trovata nel mantenimento della bipartizione tra fondi monetari a NAV variabile e fondi monetari a NAV costante, salvo imporre a questi ultimi fondi la costituzione – entro tre anni dall'entrata in vigore del nuovo regolamento europeo in tema di fondi monetari – di un *buffer* di capitale pari al tre per cento delle attività gestite⁴.

La proposta della Commissione non è stata approvata entro la scadenza naturale del Parlamento europeo allora in carica, in quanto la presidente della commissione parlamentare per i problemi economici e monetari (c.d. *ECON committee*), Ms. Sharon Bowles, si era opposta all'alternativa tra l'applicazione del requisito di capitale del tre per cento del portafoglio o la proibizione dei fondi monetari a NAV costante, abbandonando la relativa seduta di voto durante il mese di marzo 2014⁵. La spaccatura venutasi a creare all'interno dell'*ECON committee* del Parlamento europeo aveva, infatti, spinto i relativi rappresentanti a rinviare il *dossier* sui fondi monetari ai futuri colleghi dell'assemblea parlamentare⁶. Sotto la nuova legislatura (2014-2019), il Parlamento europeo ha, quindi, costituito una *task force* sulla riforma dei fondi monetari, pubblicando al riguardo dei *report* in cui veniva sottolineata la necessità di individuare soluzioni regolamentari in grado

GRIND, *EU Proposes Tough Rules for Money-Market Funds*, in *The Wall Street Journal*, 4 September 2013.

⁴ A. BARKER, *EU clamps down on money market funds*, in *Financial Times*, 4 September 2013.

⁵ S. JOHNSON, *EU to tackle equity tax, says Sharon Bowles*, in *Financial Times*, 29 June 2014.

⁶ S. JOHNSON, *EU abandons reform of money market funds*, in *Financial Times*, 9 March 2014.

di preservare l'esistenza dei fondi monetari nel suolo europeo⁷. Le iniziative di analisi costi-benefici della nuova disciplina da approntare trovavano fondamento nella preoccupazione che l'eventuale implementazione della versione proposta dalla Commissione europea avrebbe reso totalmente antieconomica la gestione dei fondi monetari a NAV costante⁸. Il periodo di studio così intrapreso è sfociato nella proposta della referente dell'*ECON committee* per i fondi monetari, Ms. Neena Gill, secondo la quale i fondi a NAV costante avrebbero dovuto convertirsi nella tipologia di fondi a NAV variabile, ovvero preservare lo *status* di fondi a NAV costante a patto di: (i) perseguire una politica di investimento dedicata all'acquisto prioritario di titoli di debito pubblico, assumendo quindi di fatto la qualifica di fondi governativi, oppure (ii) essere commercializzati esclusivamente a investitori *retail*. L'implementazione di una delle due condizioni testé indicate avrebbe evitato la costituzione di riserve di capitale pari al tre per cento del portafoglio gestito; in caso di crisi di liquidità, le entità *sponsor* che avessero voluto fornire sostegni esterni ai rispettivi fondi monetari in difficoltà avrebbero dovuto ottenere una specifica autorizzazione dalla Commissione europea⁹. Nel commentare questa proposta, l'autrice affermava anzitutto che l'eccezione a favore degli investitori *retail* si giustificava sulla base dell'esperienza della crisi del 2008, laddove era emerso che la corsa al rimborso delle quote dei fondi monetari era stata causata principalmente dagli investitori istituzionali, mentre gli investitori *retail* avevano assunto un comportamento maggiormente conservativo. In secondo luogo, quanto alla possibilità di mantenere lo *status* di fondo CNAV a condizione di investire la stragrande maggioranza del patrimonio gestito in titoli

⁷ EUROPEAN PARLIAMENT, Committee on Economic and Monetary Affairs, *Report on the proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on Money Market Funds*, March 2015, documento disponibile al seguente indirizzo: https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-8-2015-0041_EN.html.

⁸ S. JOHNSON, *EU to revisit money market fund reforms*, in *Financial Times*, 28 September 2014.

⁹ EUROPEAN PARLIAMENT, Committee on Economic and Monetary Affairs, *Draft Report on the proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on Money Market Funds*, (COM(2013)0615 – C7-0263/2013 – 2013/0306(COD)), 26 November 2014, documento disponibile al seguente indirizzo: https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/ECON-PR-541543_EN.pdf?redirect.

pubblici, Ms. Neena Gill sosteneva che la relativa stabilità degli strumenti finanziari di matrice pubblica avrebbe evitato la necessità di imporre altri requisiti prudenziali (e.g. riserve di capitale); inoltre, tale disposizione avrebbe allineato la regolazione europea al sistema statunitense, in cui la riforma del 2014 aveva esentato i fondi monetari governativi dal divieto di commercializzare quote di partecipazione con valore fissato convenzionalmente a un dollaro¹⁰. In seguito alla discussione interna all'*ECON committee*, la proposta di compromesso avanzata da Ms. Gill, dopo essere stata parzialmente modificata, è stata votata in senso favorevole sia dalla maggioranza assoluta della commissione stessa, sia dal Parlamento europeo nella seduta plenaria del 29 aprile 2015¹¹, il quale ha preferito, tuttavia, rinviare il progetto di legge all'*ECON committee* al fine di attendere la formalizzazione di un testo condiviso presso il Consiglio (c.d. *general approach*) e avviare così le negoziazioni della fase di trilogia¹².

La possibilità di una conversione obbligatoria dei fondi a NAV costante in fondi aventi valore delle quote variabile non era stata, tuttavia, accolta di buon grado dal pubblico degli investitori¹³. Sulla base di sondaggi di mercato condotti

¹⁰ S. JOHNSON, *Political animal stalks EU money funds*, in *Financial Times*, 23 November 2014.

¹¹ EUROPEAN PARLIAMENT, *Amendments adopted by the European Parliament on 29 April 2015 on the proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on Money Market Funds*, COM (2013) 0615, C7-0263/2013, 2013/0306 (COD), April 2015, documento disponibile al seguente indirizzo: <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?type=TA&language=EN&reference=P8-TA-2015-0170>.

¹² S. JOHNSON, *European money market fund reforms likened to 'hand grenade'*, in *Financial Times*, 1 March 2015, in cui si riporta che la versione di compromesso votata in seno all'*ECON committee* prevedeva: (i) l'eliminazione di qualsivoglia *buffer* di capitale; (ii) l'introduzione di una terza tipologia di fondo monetario, chiamata LVNAV, ossia fondi con un NAV a ridotta volatilità; (iii) il mantenimento della forma a NAV costante per tutti i fondi monetari *retail* o governativi (in quest'ultimo caso, tuttavia, il gestore del fondo monetario era tenuto a investire il 99,5 per cento del patrimonio amministrato in titoli di debito pubblico).

¹³ Per una prima ricognizione delle reazioni alla nuova riforma europea dei fondi monetari si v. N. TRENTMANN, *Corporate Treasurers Assess Impact of European Money-Market Fund Reform*, in *The Wall Street Journal*, 5 June 2017, in cui si riporta un sondaggio condotto sul punto dalla società *J.P. Morgan* secondo il quale circa il sessanta per cento delle società intervistate erano

dagli operatori del settore era, infatti, emerso che in caso di profonde ristrutturazioni dell'industria di riferimento, una buona parte degli investitori in fondi monetari avrebbe deciso di virare verso altre soluzioni di gestione della liquidità a breve termine. Al riguardo, un veicolo di investimento in grado di bypassare le nuove restrizioni imposte agli agenti del mercato monetario era stato individuato nei *private fund*, ossia fondi di investimento che sfuggono alla regolamentazione in tema di mercati mobiliari in quanto operanti fuori dalle *trading venues* tradizionali¹⁴.

In senso conforme, anche l'industria dei fondi monetari non aveva salutato positivamente la notizia circa lo stato di avanzamento della riforma europea del settore. In questo caso, le principali preoccupazioni si focalizzavano, anzitutto, sul rischio che la nuova disciplina avrebbe spinto una quota consistente del denaro gestito dai fondi monetari verso altri operatori del mercato monetario, compromettendo così la sopravvivenza di un canale di finanziamento dell'economia di indubbia importanza. In secondo luogo, alcuni operatori di mercato contestavano la scelta di ideare una disciplina dei fondi monetari europei sostanzialmente identica a quella emanata nel contesto statunitense: più esattamente, si affermava che le differenze oggettive esistenti nei due sistemi economici meritavano di essere affrontate attraverso la predisposizione di normative attente alle peculiarità locali. A ben vedere, mentre il mercato statunitense dei fondi monetari era estremamente aperto agli investitori *retail*, nel suolo europeo più del 90 per cento delle quote di partecipazione ai fondi monetari erano in mano a investitori istituzionali¹⁵. Di conseguenza, alcuni presidi di tutela previsti nell'ordinamento statunitense potevano essere eliminati e/o sfumati nella loro portata pratica, in guisa da concedere al settore europeo dei fondi monetari una maggiore libertà di sviluppo¹⁶. Infine, riserve sulla nuova disciplina venivano sollevate anche in riferimento alla congiuntura economica allora in essere nel

pronte a mutare le rispettive politiche di gestione del contante come risposta al nuovo regolamento europeo sui fondi monetari.

¹⁴ S. JOHNSON, *Money market investors consider private funds*, in *Financial Times*, 7 December 2014.

¹⁵ T. HALE, *EU money funds turn to corporate debt*, in *Financial Times*, 18 May 2015.

¹⁶ S. GRENE, *EU money funds spring regulatory leak*, in *Financial Times*, 28 June 2015.

mercato europeo. Più esattamente, l'industria dei fondi monetari temeva che l'inasprimento della normativa di riferimento in un contesto di tassi di interesse negativi avrebbe rappresentato una combinazione di fattori altamente ostativa al perseguimento di una gestione patrimoniale improntata a criteri economici¹⁷.

Le preoccupazioni degli addetti ai lavori in merito alla sopravvivenza dei fondi monetari sono state in parte stemperate dalla farraginosità della fase legislativa svolta in seno alle Istituzioni europee. In particolare, dopo una fase di ostruzionismo portata avanti dalla Presidenza lussemburghese del Consiglio dell'UE¹⁸, un principio di accordo tra i rappresentanti dei Ministeri delle finanze degli Stati membri in merito alla futura disciplina dei fondi monetari europei è stato raggiunto soltanto nel mese di giugno 2016¹⁹. Nel merito, il compromesso ottenuto sotto la Presidenza dell'Olanda prevedeva la possibilità per i fondi monetari governativi, ovvero per i fondi aventi un portafoglio titoli relativamente stabile, di continuare a operare commercializzando quote di partecipazione aventi valore fisso (c.d. fondi a NAV costante); i fondi monetari aventi caratteristiche di investimento diverse dovevano, invece, convertirsi obbligatoriamente nella tipologia di fondi a NAV variabile entro due anni dall'entrata in vigore del nuovo regolamento europeo, ovvero costituire fondi monetari c.d. a LVNAV, cioè fondi di investimento a bassa volatilità (c.d. «*low volatility*») che, in presenza di determinate condizioni legate all'andamento economico del portafoglio gestito, avrebbero potuto offrire quote di partecipazione con valore costante. Dal punto di vista procedurale, l'accordo così raggiunto tra i rappresentanti degli Stati membri avrebbe consentito di entrare nella fase finali del negoziato con il Parlamento europeo (c.d. fase di trilatero), dando così modo ad entrambi le Istituzioni europee di approvare lo stesso testo normativo²⁰. In particolare, in data 7 dicembre 2016, il

¹⁷ J. SINDREU, *U.S. Money Fund Reforms Come to Europe—Will Volatility Follow?*, in *The Wall Street Journal*, 16 December 2016.

¹⁸ A. MOONEY, *Luxembourg 'blocking' money market reform*, in *Financial Times*, 29 November 2015.

¹⁹ J. BRUNSDEN, *Europeans broker plans to regulate money market funds*, in *Financial Times*, 10 June 2016.

²⁰ J. BRUNSDEN, *EU nears deal on regulating money market funds*, in *Financial Times*, 10 June 2016.

COREPER, agendo su mandato espresso del Consiglio, ha raggiunto un accordo con il Parlamento europeo in cui venivano, tra le altre cose, chiariti i seguenti requisiti in tema di liquidità: (i) i fondi monetari CNAV e LVNAV avrebbero dovuto investire almeno il 10 per cento del portafoglio in attività finanziarie aventi una scadenza giornaliera e almeno il 30 per cento in attività finanziarie aventi una scadenza settimanale; (ii) i fondi monetari VNAV, invece, avrebbero dovuto allocare almeno il sette per cento del portafoglio gestito in attività finanziarie aventi scadenza giornaliera e il 15 per cento in attività finanziarie aventi una scadenza settimanale. Quanto alla diversificazione di portafoglio, l'accordo in esame includeva, in primo luogo, un limite del 17,5 per cento del portafoglio sotto forma di investimenti in altri fondi monetari e un limite del 15 per cento nella stipula di c.d. *reverse repurchase agreements* (ossia, contratti pronto termine in cui non si provvede a vendere titoli al fine di reperire liquidità, bensì si acquista titoli di debito presenti sul mercato al fine di concedere alla controparte contrattuale la disponibilità temporanea di somme monetarie). In secondo luogo, il testo di accordo conteneva limiti all'investimento in *covered bonds* e alla stipula di contratti di deposito bancario nei confronti della stessa istituzione bancaria, introducendo tuttavia un'eccezione in caso di fondi pensioni complementari (c.d. *employee saving schemes*). Entro cinque anni dall'entrata in vigore del futuro regolamento in tema di fondi monetari, la Commissione europea avrebbe dovuto pubblicare un documento di analisi sugli effetti della regolamentazione per l'industria di riferimento e, in particolare, sulla opportunità di introdurre l'obbligo per i fondi monetari a NAV costante di investire l'80 per cento del portafoglio in titoli di debito pubblico emessi esclusivamente da amministrazione pubbliche europee²¹. Nel mese di aprile 2017, dopo più di mille giorni dalla pubblicazione della proposta della Commissione europea²², il Parlamento europeo ha infine espresso parere favorevole sulla proposta di riforma dei fondi monetari,

²¹ EUROPEAN COUNCIL, *Money market funds: Council confirms deal with EP*, Press Release, 7 December 2016, disponibile al seguente indirizzo: <https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2016/12/07/money-market-funds/>.

²² EUROPEAN PARLIAMENT, *Debate in Parliament on Money Market Fund*, Procedure: 2013/0306(COD), 4 April 2017, documentazione reperibile al seguente indirizzo: https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/CRE-8-2017-04-04-ITM-016_EN.html.

raccogliendo per l'esattezza 514 voti favorevoli, 179 contrari e poco meno di 10 astenuti²³, mentre il Consiglio dell'Unione europea, nella riunione riservata agli Affari Generali, ha approvato a maggioranza qualificata il testo licenziato dal Parlamento nel mese di maggio 2017²⁴.

2. Il Regolamento UE 2017/1131

In data 14 giugno 2017, le Istituzioni legislative dell'Unione europea hanno pubblicato il primo regolamento europeo in tema di fondi monetari, il Regolamento UE 2017/1131 (di seguito, per brevità, «regolamento»), colmando una lacuna a livello di fonti normative primarie presente fin dallo sviluppo di questi fondi nel mercato dei capitali euro-unitario²⁵. Questa armonizzazione disciplinare veniva giudicata ormai improcrastinabile dal legislatore europeo sulla base della considerazione che differenti politiche di regolazione nazionali

²³ EUROPEAN PARLIAMENT, *Legislative Observatory, Results of vote in Parliament*, Procedure: 2013/0306(COD), 5 April 2017, risultati disponibili al seguente indirizzo: <https://oeil.secure.europarl.europa.eu/oeil/popups/sda.do?id=25348&l=en>.

²⁴ Il Lussemburgo è stato uno dei pochi paesi a votare in senso negativo: cfr. al riguardo COUNCIL OF THE EUROPEAN UNION, *Draft Regulation of the European Parliament and of the Council on money market funds (First reading)*, Statement by Luxemburg, reperibile al seguente indirizzo: <https://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-8714-2017-REV-1-ADD-1/en/pdf>. Nello specifico, secondo questo Stato membro, la regolamentazione predisposta per i fondi monetari avrebbe compromesso la viabilità di alcune categorie di fondi nel medio-lungo periodo, fino al punto da comportare l'estinzione di un'importante fonte di finanziamento dell'economia alternativa al settore bancario.

²⁵ Regolamento (UE) 2017/1131 del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 giugno 2017 sui fondi comuni monetari, testo normativo disponibile al seguente indirizzo: <https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2017/1131/oj>; in precedenza, oltre alle raccomandazioni del CESR e dell'ESRB, rispettivamente adottate nel 2010 e nel 2012, una disciplina specifica per i fondi monetari europei era contenuta soltanto in disposizioni regolamentari di matrice privata (c.d. *soft law*), come ad esempio il “Code of Practice” adottato dall'*Institutional Money Market Funds Association* (“IMMFA”) il quale stabiliva un regime volontario per i fondi monetari dotati di tripla A sostanzialmente equivalente alla regolamentazione statunitense contenuta nella *Rule 2a-7* dell'*Investment Company Act*: cfr. INSTITUTIONAL MONEY MARKET FUNDS ASSOCIATION, *Code of Practice 3-5*, 2012, disponibile al seguente indirizzo: <https://www.immfa.org/about-immfa/immfa-code.html>.

avrebbero, da un lato, continuato a creare confusione tra gli investitori in merito alla corretta individuazione dei fondi monetari rispetto a prodotti di investimento simili e, dall'altro lato, avrebbero pregiudicato la possibilità di creare pari opportunità nell'offerta di quote di partecipazione al pubblico degli investitori europeo²⁶.

Invero, gli obiettivi che il legislatore europeo si era promesso di raggiungere mediante tale innovazione legislativa attenevano a un rafforzamento della stabilità finanziaria del mercato interno e a una migliore salvaguardia della sfera giuridica degli investitori in fondi monetari. Da un punto di vista operativo, gli scopi così prefissati potevano essere raggiunti – nel breve termine – attraverso un innalzamento dei presidi di tutela avverso i rischi finanziari derivanti dall'operatività dei fondi monetari e – nel medio-lungo termine – mediante l'entrata in vigore di disposizioni in grado di ristabilire appropriati livelli di fiducia sul corretto andamento del mercato. In effetti, in seguito all'*impact assessment* condotto dalla Commissione europea in occasione della presentazione della proposta di regolamento in esame, era emerso che la normativa prudenziale applicabile ai fondi monetari avrebbe dovuto, innanzitutto, contenere disposizioni tendenti a elevare i requisiti di liquidità tradizionalmente applicabili ai fondi di investimento di tipo aperto (c.d. fondi UCITS); in secondo luogo, la nuova disciplina europea avrebbe dovuto imporre al settore dei fondi monetari *tout court* la costituzione di una struttura patrimoniale in grado di sopportare internamente eventuali situazioni di *stress* del mercato monetario. In questo modo, la rinnovata resilienza dei fondi monetari a condizioni di mercato avverse non avrebbe prodotto benefici soltanto all'industria di riferimento, ma avrebbe creato le condizioni necessarie alla diffusione di esternalità positive all'interno del mercato monetario in generale, ossia all'universo degli investitori in strumenti finanziari a

²⁶ EUROPEAN COMMISSION, *Impact Assessment Accompanying the document "Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Money Market Funds"*, Commission Staff Working Document, Brussels, 4.9.2013, SWD (2013) 315 final, documento disponibile al seguente indirizzo: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52013SC0315&from=EN>.

breve termine, agli emittenti di titoli di debito e agli istituti bancari attivi nella gestione di fondi monetari.

Al fine di descrivere sistematicamente le innumerevoli novità contenute nella nuova disciplina, nel prosieguo del capitolo verranno descritti i vari capi in cui è suddiviso il regolamento in esame, sottolineando in particolare gli aspetti meritevoli di maggiore attenzione. Sulla base dell'ordine seguito dal regolamento, nel paragrafo tre l'attenzione sarà dedicata alle varie categorie di fondi monetari disciplinati e al relativo procedimento di autorizzazione; il paragrafo quattro affronterà gli obblighi relativi alle politiche di investimento che i fondi monetari sono tenuti a seguire al fine di preservare il relativo *status* normativo; il paragrafo cinque si focalizzerà, invece, sugli obblighi relativi alla gestione dei rischi finanziari insiti nell'*agere* dei fondi monetari; nel paragrafo sei si discuterà delle regole di valutazione del patrimonio; il paragrafo sette prenderà in considerazione gli strumenti di gestione della liquidità (c.d. *liquidity mangament tools*); infine, nel paragrafo otto si illustreranno gli obblighi di trasparenza nei confronti del pubblico degli investitori e di vigilanza da parte delle autorità competenti.

3. Categorie di fondi

L'art. 3, par. 1, del regolamento elenca le tipologie di fondi monetari che una società di gestione è legittimata a costituire e/o commercializzare sul suolo europeo: (i) fondi di investimento con valore patrimoniale netto costante (c.d. fondi CNAV); (ii) fondi di investimento con valore patrimoniale netto variabile (c.d. fondi VNAV); (iii) fondi di investimento con valore patrimoniale netto a bassa volatilità (c.d. fondi LVNAV).

Più esattamente, in riferimento ai fondi monetari di tipo CNAV, l'art. 2, n. 11), del regolamento, definisce gli stessi come fondi con valore patrimoniale netto costante che si prefiggono di: (i) mantenere invariato il valore nominale delle azioni o quote offerte; (ii) accumulare il reddito prodotto quotidianamente al fine di distribuirlo agli investitori, ovvero impiegarlo nell'acquisto di ulteriori quote o azioni del fondo; (iii) valutare le attività detenute in portafoglio mediante il

metodo del costo ammortizzato²⁷; (iv) investire almeno il 99,5 per cento del patrimonio gestito in strumenti finanziari indicati nell'art. 17, par. 7, del regolamento²⁸, in operazioni di acquisto con patto di rivendita (c.d. *reverso repurchase agreement*) garantite da titoli di debito pubblico ex art. 17 testé citato, oppure in soluzione di gestione del contante. In altri termini, i fondi monetari di tipo CNAV, a fronte dell'obbligo di investire la quasi totalità del patrimonio in titoli del debito pubblico²⁹, offrono alla clientela la possibilità di riscattare a vista le quote di partecipazione detenute sulla base del valore nominale versato all'atto della sottoscrizione, adempiendo in tal modo all'obiettivo di salvaguardare il capitale investito. Ed invero, ai sensi dell'art. 31 del regolamento, il valore patrimoniale netto costante per azione o quota viene calcolato sottraendo alla somma di tutte le attività del fondo, valutate utilizzando il metodo del costo ammortizzato sopra citato, l'ammontare delle passività presenti in bilancio e dividendo il risultato ottenuto per il numero delle quote o azioni emesse³⁰. Al

²⁷ Ai sensi dell'art. 2, n. 10, del regolamento, per metodo del costo ammortizzato il legislatore europeo intende il metodo di valutazione delle attività finanziarie detenute in portafoglio che utilizza come base di calcolo il costo di acquisto di un *asset* e, fino alla scadenza dello stesso, ne corregge il valore al fine di tenere conto dell'ammortamento dei premi o degli sconti applicabili.

²⁸ L'art. 17, par. 7, del regolamento, a sua volta, stabilisce espressamente che «[...] l'autorità competente [del fondo monetario] può autorizzare [il fondo stesso] a investire, nel rispetto del principio di ripartizione dei rischi, sino al 100% delle attività in strumenti del mercato monetario diversi emessi o garantiti individualmente o congiuntamente dall'Unione, dalle amministrazioni nazionali, regionali e locali degli Stati membri o dalle loro banche centrali, dalla Banca centrale europea, dalla Banca europea per gli investimenti, dal Fondo europeo per gli investimenti, dal Meccanismo europeo di stabilità, dal Fondo europeo di stabilità finanziaria, da un'autorità centrale o dalla banca centrale di un paese terzo, dal Fondo monetario internazionale, dalla Banca internazionale per la ricostruzione e lo sviluppo, dalla Banca di sviluppo del Consiglio d'Europa, dalla Banca europea per la ricostruzione e lo sviluppo, dalla Banca dei regolamenti internazionali oppure da qualsiasi altro ente od organismo finanziario internazionale pertinente di cui fanno parte uno o più Stati membri».

²⁹ Cfr. considerando n. 10 del regolamento.

³⁰ Cfr. considerando n. 45 del regolamento, secondo il quale la maggior parte dei fondi monetari di tipo CNAV indicano nei rispettivi prospetti informativi in maniera chiara e precisa l'obiettivo di mantenere un valore patrimoniale netto (c.d. NAV) per azione o quota fissato convenzionalmente a 1 EUR, 1 USD oppure a 1 GBP.

riguardo, parte della dottrina tende a sottolineare come il rischio di corsa al ritiro delle azioni o quote nei confronti dei fondi monetari sia maggiore per quelli di tipo CNAV i quali, come noto, in presenza di mercati sotto pressione, tendono a incontrare notevoli difficoltà nell'onorare la promessa di mantenere costante il valore nominale delle azioni o quote³¹.

Quanto ai fondi monetari con valore patrimoniale netto variabile (c.d. fondi VNAV), l'art. 2, n. 13), del regolamento attribuisce tale qualificazione ai fondi di investimento che: (i) valutano, ogniqualvolta ciò sia possibile, su base giornaliera le attività in cui è investito il patrimonio in base agli andamenti di mercato³²; (ii) emettono e/o rimborsano le proprie azioni e/o quote a un prezzo pari al valore patrimoniale netto per azione o quota del fondo stesso, fatti salvi le imposte o gli oneri ammessi specificati nel prospetto del fondo³³. In buona sostanza, a differenza dei fondi monetari di tipo CNAV, i fondi con valore patrimoniale netto variabile non promettono di preservare il valore nominale di ogni azione o quota emessa, bensì offrono la possibilità di riscattare o acquistare

³¹ G. GASPARRI, *I nuovi assetti istituzionali della vigilanza europea sul mercato finanziario e sul sistema bancario*, in *Quaderni giuridici della Consob*, settembre 2017, p. 66 e ss. laddove si sottolinea che il rischio di incorrere in una rapida dismissione degli impieghi a prezzo nettamente inferiore rispetto al corrispettivo valore di mercato (c.d. *fire sales*) sia particolarmente rilevante con riferimento a fondi monetari a NAV costante.; J. N. GORDON, C. M. GANDIA, *Money Market Funds Run Risk: Will floating net asset value fix the problem?*, in *Columbia Business Law Review*, 2014, pp. 313 e ss. i quali, a tal proposito, ricordano come proprio il fallimento della *Lehman Brothers*, una dei maggiori emittenti di titoli di debito sul mercato monetario, abbia condotto il valore delle quote del *Reserve Primary Fund*, un fondo monetario di tipo CNAV, al di sotto di un dollaro (c.d. "*breaking the buck*"), causando una corsa al ritiro, da parte degli investitori istituzionali e non, nei confronti degli altri fondi monetari che fu arginata solo dal governo statunitense e dalla *Federal Reserve*.

³² Ai sensi dell'art. 29, par. 4, del regolamento, qualora non sia possibile addivenire alla valutazione delle attività finanziarie in portafoglio sulla base dei prezzi di mercato, il gestore del fondo monetario valuta il patrimonio gestito secondo canoni di prudenza, in modo da stimare con relativa precisione il valore intrinseco di ogni attività finanziaria in portafoglio. Al fine di procedere in tal senso, si tiene conto di fattori di analisi come il volume delle attività sul mercato, l'entità dell'emissione di appartenenza, il rischio di mercato, di tasso di interesse e/o di credito connesso alle attività da valutare.

³³ Art. 33, par. 1, del regolamento.

quote di partecipazione al fondo in base a un prezzo pari al valore di mercato del portafoglio gestito. Ne consegue che, il quotista di un fondo monetario a NAV variabile non gode di alcuna garanzia circa il mantenimento di valore dell'investimento effettuato, risultando a ben vedere soggetto alle fluttuazioni di mercato delle attività finanziarie presenti in portafoglio. Senonché, data la relativa stabilità degli strumenti finanziari acquistabili dai fondi monetari, le modifiche di valore del patrimonio netto risultano in concreto di entità estremamente ridotta.

Per quanto concerne, infine, i fondi monetari con valore patrimoniale netto a bassa volatilità, l'art. 2, n. 12), del regolamento conferisce tale *status* ai fondi monetari che: (i) valutano, qualora ciò sia possibile, le attività in cui è investito il patrimonio in base ai prezzi di mercato e almeno su base giornaliera; in caso di attività finanziarie aventi una vita residua inferiore a 75 giorni, il gestore del fondo monetario in esame è legittimato a utilizzare come base di calcolo del rispettivo valore patrimoniale il metodo del costo ammortizzato³⁴; (ii) sono tenuti a pubblicare sul rispettivo sito web aziendale la differenza tra il NAV costante per azione o quota e il NAV per azione o quota calcolato sulla base dei prezzi di mercato³⁵; (iii) emettono e/o rimborsano le azioni o quote del fondo a un prezzo pari al valore patrimoniale netto per azione o quota, fatti salvi le imposte o gli oneri ammessi specificati nel prospetto del fondo³⁶. L'obbligo di indicare sul sito *web* aziendale la differenza di valore tra il prezzo costante delle quote e il valore delle stesse calcolato in base agli andamenti di mercato si spiega in quanto, ai sensi dell'art. 33, par. 2, lett. b), del regolamento, le azioni o quote di un fondo monetario di tipo LVNAV possono essere emesse o rimborsate a un prezzo costante (*id est*, 1 EUR), se quest'ultimo non si discosta dal valore delle azioni o quote calcolate sulla base degli andamenti di mercato di oltre 20 punti base (cioè, qualora la differenza di valore non supera un *range* «di tolleranza» pari allo 0,20 per cento del prezzo di mercato delle azioni o quote offerte o rimborsate a valore

³⁴ Secondo l'art. 29, par. 7, del regolamento, il metodo del costo ammortizzato può essere tuttavia utilizzato soltanto qualora il valore delle attività finanziarie calcolate in tal modo non si discosti di oltre 10 punti base dal prezzo delle suddette attività finanziarie valutate secondo gli andamenti di mercato.

³⁵ Art. 30 del regolamento.

³⁶ Art. 33, par. 1, del regolamento.

costante). La possibilità così offerta ai fondi LVNAV di commercializzare quote di partecipazione al fondo ad un prezzo costante, sebbene possa costituire una soluzione di compromesso particolarmente articolata, rappresenta, a ben vedere, una valida alternativa ai fondi a NAV costante. In tal modo, gli investitori possono usufruire di un altro fondo monetario a prezzo costante che, a differenza del tradizionale fondo monetario CNAV, gode di una maggiore libertà di investimento del patrimonio gestito. In questo ultimo caso, infatti, i gestori dei fondi LVNAV possono investire il proprio patrimonio non soltanto in titoli di debito pubblico, ma anche, e soprattutto, nelle varie opzioni di investimento presenti sul mercato monetario.

Ferma restando la suddivisione per tipologia di fondo monetario sopra descritta, il regolamento in esame provvede a classificare questi fondi anche in base alla natura delle attività finanziarie gestite in portafoglio. In particolare, valorizzando la diversità di scadenze presenti nel portafoglio di un fondo monetario, il considerando 39 del regolamento sottolinea l'importanza di suddividere l'industria di riferimento in due sub-categorie: fondi monetari *a breve termine* e fondi monetari *standard*. I primi si prefiggono come obiettivo quello di emulare i rendimenti offerti sul mercato monetario, acquistando titoli di debito a breve e/o brevissima scadenza e garantendo di conseguenza un elevato livello di sicurezza; i fondi monetari *standard*, invece, offrono rendimenti lievemente superiori a quelli reperibili sul mercato monetario, incorrendo tuttavia in un rischio di credito e di interesse più elevato³⁷. In quest'ultimo caso, infatti, i gestori dei fondi monetari sono legittimati a investire il patrimonio gestito in titoli di debito aventi un orizzonte temporale relativamente ampio³⁸. Come verrà indicato

³⁷ Considerando n. 40 del regolamento.

³⁸ La suddivisione richiamata nel testo rappresenta un naturale corollario delle *Guidelines* sulla definizione di fondo monetario pubblicate dal CESR nel mese di maggio 2010: cfr. COMMITTEE OF EUROPEAN SECURITIES REGULATORS, *CESR's Guidelines on a common definition of European money market funds*, Ref.: CESR/10-049, May 2010, documento disponibile al seguente indirizzo: <https://www.esma.europa.eu/document/guidelines-common-definition-european-money-market-funds>): in argomento si v. anche L. ZUCHELLI, *Esame dell'atto comunitario COM (2013)615, Proposta di Regolamento sui Fondi comuni monetari*, Audizione del Titolare della Divisione SGR del Servizio Supervisione sugli Intermediari Specializzati della Banca d'Italia, 17 ottobre 2013,

nel paragrafo relativo agli obblighi di gestione del rischio, la classificazione dei fondi monetari sulla base della natura delle attività detenute in portafoglio incide direttamente sui criteri temporali di costituzione del portafoglio: più precisamente, la normativa di riferimento instaura un rapporto direttamente proporzionale tra le limitazioni di portafoglio e la scadenza legale dei titoli acquistati, in cui l'intensità dei requisiti prudenziali aumenta in presenza di strumenti finanziari aventi una vita residua fino alla data legale di rimborso progressivamente elevata³⁹.

4. Politiche di investimento

Il regolamento in esame, nel capo II rubricato *Obblighi relativi alle politiche d'investimento dell'FCM*, contiene una disciplina generale relativa alla struttura di portafoglio che i fondi monetari sono tenuti a rispettare e alle corrispondenti procedure di valutazione interna degli strumenti finanziari detenuti. Nello specifico, le norme contenute nel suddetto capo tendono a stabilire: (i) le categorie di attività ammissibili in cui un fondo monetario ha la possibilità di investire; (ii) gli obblighi di diversificazione e concentrazione del portafoglio; (iii) la valutazione interna della qualità creditizia delle attività in cui viene investito il patrimonio del fondo. Attraverso una regolamentazione dettagliata delle politiche di investimento perseguibili dall'industria dei fondi monetari, il legislatore

documento disponibile al seguente indirizzo: <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-vari/int-var-2013/Audizione-Zucchelli-17-10.pdf>, il quale ritiene che l'approccio scelto dalla Commissione Europea sia corretto e commisurato agli obiettivi che la nuova regolamentazione si pone. In particolare, l'Autore sottolinea il fatto che, essendo il mercato dei fondi monetari un settore globalizzato, dove gli investitori hanno la possibilità di muovere liberamente il loro patrimonio da una parte e l'altra dell'Atlantico, approcci regolamentari disomogenei potrebbero incentivare comportamenti ispirati alle logiche dell'arbitraggio regolamentare.

³⁹ Per dei commenti dottrinali sul tema si v. V. BAKLANOVA, *A Common Definition of European Money Market Funds: More Clarity or More Confusion?*, 10 March 2010, documento disponibile al seguente indirizzo: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1568393; cfr. anche J. ANSIDEI, E. BENGTTSSON, D. FRISON, G. WARD, *Money Market Funds in Europe and Financial Stability*, in *ESRB Occasional Paper Series*, n. 1/2012, documento disponibile al seguente indirizzo:

https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/occasional/20120622_occasional_paper_1.pdf?165c0fd2796ab2ee5505cc9d342cc30b.

europeo persegue l'obiettivo di raggiungere un adeguato equilibrio tra, da un lato, il contenimento dei rischi presenti nel mercato di riferimento e, dall'altro lato, la preservazione di condizioni di efficienza all'interno del finanziamento a breve termine dell'economia. Ed invero, sulla scorta di quanto accaduto nella recente crisi finanziaria, la normativa in esame dedica un'attenzione particolare proprio al mantenimento di adeguati livelli di liquidità, onde evitare il manifestarsi di situazioni di inadempimento deleterie per la complessiva stabilità finanziaria del mercato unico europeo⁴⁰.

4.1 Attività ammissibili

Come noto, i fondi monetari investono il patrimonio raccolto mediante l'emissione di quote e/o azioni presso il pubblico degli investitori in strumenti finanziari a breve termine. A tal proposito, l'art. 9, par. 1, del regolamento impone ai fondi monetari di investire le disponibilità liquide raccolte esclusivamente in una delle seguenti categorie di attività finanziarie: a) strumenti del mercato monetario; b) cartolarizzazioni ammissibili e *commercial paper* garantite da attività (c.d. ABCP); c) depositi presso enti creditizi; d) strumenti finanziari derivati; e) operazioni di acquisto con patto di rivendita; f) operazioni di vendita con patto di riacquisto; g) azioni o quote di altri fondi monetari. Il paragrafo 2 dell'articolo in esame specifica ulteriormente che i fondi monetari, al di là delle attività ammissibili, non effettuano: (i) vendite allo scoperto di strumenti del mercato monetario, cartolarizzazioni, ABCP e azioni o quote di altri fondi monetari; (ii) assunzioni di esposizione diretta o indiretta in azioni o materie prime; (iii) accordi di concessione o assunzione di titoli in prestito, ovvero qualsiasi altro accordo tendente a vincolare le attività del fondo stesso; (iv) assunzione e concessione di prestiti in contante. Queste ultime attività finanziarie

⁴⁰ S. MICOSSI, J. CARMASSI, F. PEIRCE, *On the Tasks of the European Stability Mechanism*, in *CEPS Policy Brief*, n. 235, marzo 2011, documento disponibile al seguente indirizzo: https://www.researchgate.net/publication/50431774_On_the_tasks_of_the_European_Stability_Mechanism_CEPS_Policy_Brief_No_235_8_March_2011, i quali rilevano che un sistema finanziario strutturalmente più forte viene garantito soprattutto mediante l'adozione di norme più severe in tema di capitale e *standard* di liquidità per gli intermediari creditizi e da regole di *governance* del rischio per gli istituti finanziari in genere.

vengono tassativamente escluse dal paniere di titoli acquistabili da un fondo monetario in quanto giudicate dal legislatore europeo incompatibili con la strategia di investimento che i fondi in esame sono ontologicamente orientati a perseguire.

Quanto agli strumenti del mercato monetario, il considerando 21 del regolamento, dopo aver richiamato brevemente i principali titoli di debito negoziati sul mercato monetario⁴¹, precisa che questi ultimi dovrebbero essere oggetto di investimento da parte dei fondi monetari soltanto qualora rispettino i limiti di scadenza fissati dal regolamento stesso e godano di una elevata qualità creditizia. A sua volta, l'art. 10 del regolamento stabilisce che i fondi monetari sono autorizzati a investire negli strumenti del mercato monetario che: (i) rientrano in una delle categorie indicate nell'art. 50, par. 1, lett. a), b), c) o h), della direttiva 2009/65/CE (c.d. direttiva UCITS)⁴²; (ii) hanno una scadenza legale

⁴¹ Il considerando richiamato nel testo afferma testualmente che «tra gli strumenti del mercato monetario rientrano i valori mobiliari negoziati di norma sul mercato monetario, tra cui Buoni del Tesoro e degli enti locali, certificati di deposito, commercial paper (cambiali finanziarie), accettazioni bancarie o medium o short-term note». In generale, in tema di strumenti del mercato monetario si v. le analisi di E. CAPOBIANCO, *I contratti bancari*, UTET, Milano, 2016, pp. 791 e ss.; A. NIUTTA, *Prodotti, strumenti finanziari e valori mobiliari nel TUF aggiornato in base alla MIFID (con il d.lgs. n. 164/2007)* in *Riv. dir. comm.*, 2009, fasc. 10-12, pp. 807 e ss.

⁴² L'art. 50, par. 1, lett. a), b), c) o h), della dir. 2009/65/CE, a sua volta, indica come possibili soluzioni di investimento di un fondo comune armonizzato i seguenti strumenti del mercato monetario: (i) valori mobiliari e strumenti del mercato finanziario ammessi o negoziati su un mercato regolamentato di uno Stato membro, regolarmente funzionante, riconosciuto e aperto al pubblico; (ii) valori mobiliari e strumenti del mercato finanziario ammessi alla quotazione ufficiale di una borsa valori di uno Stato terzo o negoziati su un altro mercato regolamentato di uno Stato terzo, purché la scelta della borsa valori o del mercato sia stata approvata dalle autorità competenti o sia prevista dalla legge e/o dal regolamento del fondo o dall'atto costitutivo della società di investimento; (iii) strumenti del mercato monetario diversi da quelli negoziati su un mercato regolamentato, a condizione che siano emessi e/o garantiti da un'amministrazione centrale, regionale o locale o da una banca centrale di uno Stato membro, dalla BCE, da un'impresa i cui titoli sono negoziati sui mercati regolamentati, ovvero da un istituto soggetto a vigilanza prudenziale.

e una vita residua pari o inferiore a 397 giorni⁴³; (iii) hanno ottenuto una valutazione interna della qualità creditizia di segno positivo⁴⁴.

In riferimento alle cartolarizzazioni ammissibili e alle *commercial paper* garantite da attività sottostanti (c.d. ABCP), l'art. 11 del regolamento consente anzitutto ai fondi monetari in generale di investire in queste attività finanziarie qualora presentino le seguenti caratteristiche: (i) siano sufficientemente liquide; (ii) abbiano ottenuto una valutazione creditizia interna di tipo favorevole; (iii) siano semplici, trasparenti e standardizzate⁴⁵. In secondo luogo, l'articolo in esame fornisce indicazioni specifiche per ciascuna delle attività prese in esame: più esattamente, il paragrafo 1, lett. a), stabilisce che le cartolarizzazioni ammissibili devono soddisfare i requisiti stabiliti dall'art. 13 del regolamento delegato della Commissione europea n. 61/2015, ossia essere cartolarizzazioni di livello 2B garantite da attività (ABS), mentre il paragrafo 1, lett. b), statuisce che le ABCP: (i) devono essere interamente garantite da un ente creditizio avente il compito di coprire tutti i rischi di liquidità, di credito e di diluizione, nonché i costi correnti delle operazioni; (ii) non devono essere il frutto di una ricartolarizzazione e non possono, in ogni caso, includere cartolarizzazioni

⁴³ Ai sensi del par. 2 dell'art. 10 del regolamento, un fondo monetario *standard* è legittimato a investire in strumenti del mercato monetario aventi una *legal redemption date* (ossia il tempo rimanente fino alla data di estinzione del rapporto giuridico) minore o uguale a due anni, a condizione che l'orizzonte temporale precedente alla revisione del tasso di interesse (c.d. *interest rate reset date*) sia pari o inferiore a 397 giorni. In quest'ultimo caso, tuttavia, l'adeguamento del tasso di interesse per gli strumenti del mercato monetario a tasso variabile e gli strumenti del mercato monetario a tasso fisso coperti da un accordo di *swap* deve avvenire sulla base di un tasso o indice del mercato monetario.

⁴⁴ L'art. 10, par. 3, del regolamento afferma che la valutazione creditizia favorevole non è richiesta in caso di strumenti del mercato monetario emessi o garantiti dalle Istituzioni dell'Unione europea, da un'autorità centrale o dalla banca centrale di uno Stato membro, dalla BCE, dalla Banca europea per gli investimenti, dal Meccanismo europeo di stabilità ovvero dal Fondo europeo di stabilità finanziaria.

⁴⁵ I criteri per stabilire la natura semplice, trasparente e standardizzata delle cartolarizzazioni ammissibili sono contenuti negli artt. 20, 21 e 22 del regolamento UE 2017/2402 del Parlamento europeo e del Consiglio, mentre i riferimenti normativi rilevanti per le ABCP di tipo semplice, trasparente e standardizzata sono contenuti negli artt. 24, 25 e 26 del medesimo regolamento UE del Parlamento e del Consiglio testé citato.

sintetiche ex art. 242, punto 11, del Regolamento UE n. 575/2013. In terzo luogo, i paragrafi 2 e 3 dell'art. 11 del regolamento stabiliscono limiti di investimento *ad hoc* per i fondi monetari *a breve termine* o *standard*: in particolare, i fondi monetari *a breve termine* possono investire nelle cartolarizzazioni ex art. 13 del regolamento delegato della Commissione n. 61/2015, sopra citato, aventi una scadenza legale minore o uguale a due anni, ovvero nelle cartolarizzazioni STS o negli ABCP aventi una vita residua pari o inferiore ai 397 giorni; viceversa, i fondi monetari *standard* sono legittimati a investire in tutte le cartolarizzazioni e negli ABCP ammissibili aventi una scadenza legale all'emissione unica pari o inferiore a due anni. La *ratio legis* sottesa a una regolamentazione estremamente dettagliata, e per certi versi complessa, in tema di cartolarizzazioni e *commercial paper* garantite da attività trova fondamento nell'esperienza maturata durante la crisi finanziaria del 2008 in cui le attività finanziarie in esame hanno rappresentato fattori di notevole instabilità. Onde evitare il ripetersi di turbolenze finanziarie di tal fatta, il legislatore europeo ha, quindi, provveduto a stabilire stringenti limiti per gli intermediari finanziari in generale e, per quanto interessa la presente sede, per i fondi monetari in tema di investimento delle rispettive disponibilità liquide in titoli di debito derivanti da operazioni di cartolarizzazioni e/o da operazioni di cessione di *commercial paper* (c.d. ABCP)⁴⁶.

Per quanto concerne l'investimento in depositi presso istituti bancari, il regolamento in esame stabilisce all'art. 12 che un fondo monetario può investire il patrimonio gestito in monte soltanto in depositi bancari che: (i) siano rimborsabili su richiesta, ovvero le cui somme siano ritirabili in qualsiasi momento; (ii) abbiano una scadenza non superiore a 12 mesi; (iii) siano costituiti presso un

⁴⁶ Considerando n. 23 del regolamento; per un'analisi delle nuove regole tendenti a limitare in generale gli incentivi distorsivi insiti nelle cartolarizzazioni cfr. C. BRESCIA MORRA, *Il diritto delle banche*, Bologna, il Mulino, 2016, 133 e ss. la quale rileva come le operazioni di cartolarizzazioni, consentendo al mutuante di non conservare in bilancio i rischi legati alle operazioni di finanziamento, disincentivano gli intermediari finanziari dal procedere ad una corretta valutazione del merito creditizio della propria clientela, deteriorando in tal modo la qualità complessiva dei prestiti erogati. Al fine di risolvere tale problema, l'Autrice sottolinea come gli accordi di Basilea III abbiano a titolo esemplificativo imposto uno specifico obbligo di *retention* in capo all'*originator* sugli attivi ceduti nelle operazioni di cartolarizzazione.

istituto bancario che ha sede in uno Stato membro, ovvero in un Paese terzo soggetto a norme prudenziali simili a quelle adottate dalle Istituzioni europee. L'investimento in depositi bancari viene, pertanto, considerato adeguato alle esigenze di liquidità proprie dei fondi monetari soltanto se il gestore del fondo monetario interessato sia in grado di ritirare il proprio denaro in qualsiasi momento e senza essere sottoposto a penali di c.d. ritiro anticipato di entità tale da superare gli interessi creditori eventualmente maturati prima del ritiro stesso⁴⁷. La presenza delle condizioni legislative così imposte alla stipula di un contratto di deposito bancario consente ai fondi monetari di poter beneficiare di una soluzione di impiego del contante relativamente sicura e dotata di pronta liquidità.

In relazione agli strumenti finanziari derivati, l'art. 13 del regolamento consente, in primo luogo, ai fondi monetari di investire in tali strumenti a condizione che gli stessi: (i) siano negoziati su un mercato regolamentato di cui all'art. 50, par. 1, lett. a), b), o c), della direttiva UCITS⁴⁸ oppure su mercati «over the counter» (c.d. OTC); (ii) abbiano un sottostante che comprende tassi d'interesse, tassi di cambio, valute oppure indici che rappresentano una di tali categorie; (iii) presentino come scopo esclusivo la copertura del tasso di interesse o del tasso di cambio insiti in altri investimenti del fondo monetario. In secondo luogo, con riferimento esclusivo all'acquisto di derivati negoziati nei mercati OTC, l'art. 13, par. 1, lett. c) e d), impone il rispetto delle seguenti ulteriori condizioni: a) le controparti delle operazioni devono essere soggetti a regolamentazione e vigilanza prudenziali; b) gli strumenti derivati devono essere oggetto di una valutazione affidabile e verificabile su base quotidiana e possono, su iniziativa del gestore del fondo monetario, essere venduti, liquidati o chiusi in qualsiasi momento in base al loro valore equo.

⁴⁷ Cfr. considerando n. 24 del regolamento.

⁴⁸ L'art. 50, par. 1, lett. a), b), o c), della direttiva UCITS indica, a sua volta, come ipotesi di mercato regolamentato i seguenti casi: (i) mercati dediti alla negoziazione di valori mobiliari e strumenti del mercato monetario; (ii) altri mercati di valori mobiliari e strumenti del mercato monetario ubicati in uno Stato membro, regolarmente funzionanti e riconosciuti e aperti al pubblico; (iii) borsa valori o mercato regolamentato di uno Stato terzo regolarmente funzionanti, riconosciuti e aperti al pubblico, il cui utilizzo è stato previamente autorizzato dalle autorità competenti del fondo comune di investimento interessato.

Regole di dettaglio sono previste anche per le operazioni di vendita con patto di riacquisto e per le operazioni di acquisto con patto di rivendita. In particolare, quanto alle prime, l'art. 14 del regolamento afferma che le operazioni in esame possono essere effettuate dai fondi monetari se: a) l'operazione è utilizzata esclusivamente a fini di gestione e su base temporanea; b) la controparte che riceve le attività trasferite dal fondo monetario è sottoposta al divieto di vendere, investire, impegnare o trasferire in altro modo le suddette attività senza previa approvazione del fondo stesso; c) la liquidità ricevuta dal fondo, oltre a non dover superare il 10 per cento del patrimonio gestito, viene investita in depositi bancari, ovvero in attività finanziarie emesse o garantite da controparti pubbliche; d) viene concesso al fondo monetario il diritto di porre fine all'operazione in qualsiasi momento con un preavviso massimo di due giorni. In riferimento, invece, alle operazioni di acquisto con patto di rivendita, l'art. 15 del regolamento stabilisce, in primo luogo, che i fondi monetari possono intraprendere tali operazioni se: (i) il regolamento contrattuale permette al fondo monetario di porre fine all'operazione in qualsiasi momento con un preavviso massimo di due giorni; (ii) il valore di mercato delle attività ricevute è pari in qualsiasi momento almeno al valore dell'equivalente monetario corrisposto. In secondo luogo, i paragrafi 2 e 3 dell'articolo in esame stabiliscono delle norme specifiche per quanto riguarda le attività ricevute nel quadro dell'operazione di acquisto con patto di rivendita. Più esattamente, il legislatore europeo stabilisce che le attività ricevute nel quadro dell'operazione in esame devono: a) consistere in strumenti del mercato monetario indicati nell'art. 10 del regolamento in esame⁴⁹; b) essere sufficientemente diversificate⁵⁰; c) essere emesse da un'entità indipendente dalla controparte e, in ogni caso, priva di un'elevata correlazione con i rendimenti della stessa; d) essere conservate in portafoglio senza possibilità di vendita, reinvestimento e/o

⁴⁹ Il par. 6 dell'art. 15 del regolamento stabilisce, tuttavia, che in deroga a quanto previsto dal par. 2, un fondo monetario può ricevere strumenti del mercato monetario diversi da quelli indicati nell'art. 10 qualora le attività finanziarie comunque ricevute come contropartita del finanziamento concesso siano emesse o garantite da istituzioni pubbliche europee o dalla banca centrale di uno Stato membro, ovvero da un'autorità centrale o dalla banca centrale di un Paese terzo.

⁵⁰ A titolo esemplificativo, il regolamento afferma che l'esposizione verso un singolo emittente non può superare il 15 per cento del patrimonio netto del fondo.

trasferimento. Infine, il paragrafo 7 dell'articolo in esame delega alla Commissione il compito di adottare atti delegati al fine di specificare i requisiti quantitativi e qualitativi di liquidità applicabili alle attività indicate nel paragrafo 6 e i requisiti quantitativi e qualitativi di qualità creditizia applicabili alle attività indicate sempre nel suddetto paragrafo 6⁵¹.

Quanto alle azioni o quote ammissibili, l'art. 16, par. 1, del regolamento stabilisce che i gestori dei fondi monetari possono decidere di acquistare azioni o quote di altri fondi monetari (c.d. fondi obiettivo) a patto che: a) in conformità al regolamento o ai documenti costitutivi del fondo obiettivo, quest'ultimo non possa a sua volta investire più del 10 per cento delle attività gestite in azioni o quote di altri fondi monetari; b) il fondo obiettivo non detenga azioni o quote del fondo monetario acquirente⁵². Al fine di restringere entro convenienti limiti la fattispecie di acquisto di azioni o quote di altri fondi monetari, i paragrafi successivi dell'art. 16 specificano in ogni caso che il fondo acquirente: (i) non può investire più del cinque per cento del patrimonio gestito in azioni o quote di uno stesso fondo monetario obiettivo; (ii) è legittimato a investire fino al tetto massimo del 17,5 per cento delle proprie attività in azioni o quote di altri fondi monetari obiettivo⁵³; (iii) può investire soltanto in azioni o quote di fondi monetari

⁵¹ In data 15 giugno 2021 la Commissione ha provveduto a esercitare la delega richiamata nel testo, emanando il regolamento delegato UE 2021/1383 che modifica il regolamento delegato UE 2018/990 per quanto riguarda le attività ricevute dai fondi comuni monetari nel quadro delle operazioni di acquisto con patto di rivendita, documento disponibile al seguente indirizzo: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32021R1383&from=EN>.

⁵² Il paragrafo in esame afferma ulteriormente che durante il periodo in cui il fondo monetario acquirente detiene azioni o quote del fondo monetario obiettivo, quest'ultimo non è legittimato a investire in azioni o quote del fondo acquirente.

⁵³ Qualora un fondo monetario acquirente investa più del 10 per cento del portafoglio in azioni o quote di altri fondi monetari obiettivo, il par. 4, lett. c) del regolamento impone al fondo monetario acquirente di rendere noto nel prospetto di investimento e nella relazione annuale il livello e la quota massima delle commissioni di gestione che possono essere imputate al fondo stesso e agli altri fondi monetari obiettivo. Le percentuali riportate nel testo non trovano applicazione in caso di fondi monetari (FIA o UCITS) che siano commercializzati esclusivamente attraverso un piano di risparmio dei dipendenti che consente agli investitori di riscattare il proprio investimento soltanto a condizioni di riscatto restrittive stabilite dalla normativa nazionale.

obiettivo autorizzati ai sensi del regolamento in esame. I paragrafi finali del presente regolamento prevedono, infine, che i fondi monetari a breve termine possono acquistare soltanto azioni o quote di altri fondi monetari a breve termine, mentre i fondi monetari standard possono investire in azioni o quote sia di fondi monetari a breve termine, sia di fondi monetari standard⁵⁴.

4.2 Diversificazione e concentrazione di portafoglio

Al fine di ridurre il rischio di controparte, la nuova normativa europea provvede a regolamentare anche gli obblighi di diversificazione e concentrazione del portafoglio dei fondi monetari, enunciando al riguardo precisi obblighi di costruzione del portafoglio titoli limitanti la libertà operativa dei gestori stessi nella scelta degli strumenti del mercato monetario in cui investire il patrimonio amministrato in monte⁵⁵.

Nello specifico, per quanto concerne gli obblighi di diversificazione, l'art. 17 del regolamento fissa, in maniera perentoria, una serie di soglie di investimento, distinte per ogni strumento finanziario ammissibile, che non possono essere superate dal portafoglio titoli dei fondi monetari. Secondo il paragrafo 1 dell'articolo in esame, un fondo monetario non può canalizzare più del cinque per cento delle proprie attività in strumenti del mercato monetario, cartolarizzazioni e ABCP emessi da una stessa entità⁵⁶ e non oltre il 10 per cento

⁵⁴ Art. 16, par. 6 e 7, del regolamento.

⁵⁵ Per un'analisi sulla nuova regolamentazione europea in tema di fondi comuni monetari si v. H. NABILOU, A. PRUM, *Shadow Banking in Europe: Idiosyncrasies and their Implications for Financial Regulation*, September 2017, documento disponibile al seguente indirizzo: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3035831, i quali, partendo dal presupposto che il mercato finanziario europeo presenta connotati sostanzialmente differenti da quelli rinvenibili negli Stati Uniti, non condividono l'impostazione seguita dal legislatore europeo nel riprodurre la regolamentazione statunitense in tema di fondi monetari all'interno dell'Unione europea.

⁵⁶ In deroga a tale disposizione, il paragrafo 7 dell'articolo in esame stabilisce testualmente che *«l'autorità competente sull'FCM 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 individualmente o congiuntamente dall'Unione, dalle amministrazioni nazionali, regionali e locali degli Stati membri o dalle loro banche centrali, dalla Banca centrale*

del rispettivo patrimonio in depositi costituiti presso uno stesso ente creditizio. In deroga alla norma così sancita, il paragrafo 2 stabilisce che i fondi monetari VNAV possono investire fino al 10 per cento del portafoglio in strumenti del mercato monetario, cartolarizzazioni e ABCP emessi da uno stesso organismo, sempre che il valore totale di detti investimenti non superi il 40 per cento del valore totale delle attività detenute in portafoglio. I paragrafi 4 e 5 si occupano, invece, dell'esposizioni complessive nei confronti rispettivamente delle operazioni in derivati OTC e in attività di acquisto con patto di rivendita. Più esattamente, il legislatore afferma che l'esposizione complessiva al rischio di controparte in derivati OTC nei confronti di uno stesso soggetto non può superare il cinque per cento delle attività gestite dal fondo monetario interessato, mentre l'importo complessivo del contante fornito a una stessa controparte in caso di operazioni di acquisto con patto di rivendita non deve superare il 15 per cento del portafoglio gestito. A titolo di norma di chiusura, il paragrafo 10 dell'articolo in esame afferma che ai fini del calcolo dei limiti percentuali esposti nei precedenti paragrafi le società che sono incluse nello stesso gruppo consolidato devono essere considerate come un unico soggetto.

In riferimento, invece, agli obblighi di concentrazione, il legislatore europeo, in linea con quanto stabilito nelle disposizioni regolanti la diversificazione del portafoglio, stabilisce che un fondo monetario non può

europea, dalla Banca europea per gli investimenti, dal Fondo europeo per gli investimenti, dal Meccanismo europeo di stabilità, dal Fondo europeo di stabilità finanziaria, da un'autorità centrale o dalla banca centrale di un paese terzo, dal Fondo monetario internazionale, dalla Banca internazionale per la ricostruzione e lo sviluppo, dalla Banca di sviluppo del Consiglio d'Europa, dalla Banca europea per la ricostruzione e lo sviluppo, dalla Banca dei regolamenti internazionali oppure da qualsiasi altro ente od organismo finanziario internazionale pertinente di cui fanno parte uno o più Stati membri». Questa eccezione trova applicazione soltanto se il fondo monetario interessato: a) detiene strumenti del mercato monetario di almeno sei emissioni diverse dell'emittente; b) limita l'investimento in strumenti del mercato monetario provenienti da una stessa emissione ad un massimo del 30 per cento del portafoglio; c) richiama nel regolamento o nei documenti costitutivi tutte le amministrazioni pubbliche che emettono o garantiscono strumenti finanziari in cui il fondo monetario stesso intende investire oltre il cinque per cento delle attività; d) inserisce nel prospetto e nelle comunicazioni promozionali una dichiarazione in cui afferma il ricorso alla deroga concessa dal paragrafo 7 sopra richiamato.

investire più del 10 per cento del proprio patrimonio in strumenti del mercato monetario, cartolarizzazioni e ABCP emessi da uno stesso operatore economico. Il par. 2 dell'art. 18 afferma, tuttavia, che questo limite di concentrazione non trova applicazione in caso di detenzione di strumenti nel mercato monetario emessi o garantiti dall'Unione, dalle amministrazioni pubbliche nazionali, regionali o locali degli Stati membri o dalle loro banche centrali, dalla BCE, dalla Banca europea per gli investimenti, dal Fondo europeo per gli investimenti, dal Meccanismo europeo di stabilità, dal Fondo europeo di stabilità finanziaria, da un'autorità centrale o dalla banca centrale di un paese terzo, dal Fondo monetario internazionale, dalla Banca internazionale per la ricostruzione e lo sviluppo, dalla Banca di sviluppo del Consiglio d'Europa, dalla Banca europea per la ricostruzione e lo sviluppo, dalla Banca dei regolamenti internazionali oppure da qualsiasi altra organizzazione internazionale di natura finanziaria partecipata da uno o più Stati membri⁵⁷. La disciplina in esame, oltre a garantire scopi di natura strettamente prudenziale, tende a scongiurare il rischio che un fondo monetario eserciti un'influenza significativa nella gestione di un singolo emittente, in misura tale da distogliere l'attenzione dei fondi stessi dall'obiettivo primario di gestione in monte del patrimonio mediante l'investimento in strumenti finanziari presenti sul mercato monetario⁵⁸.

⁵⁷ In conformità all'art. 17, par. 7, tale eccezione trova fondamento nella circostanza che i fondi monetari a NAV costante sono legittimati a investire il patrimonio gestito soltanto in titoli di debito di natura pubblica, sicché la sottoposizione al divieto di concentrazione del 10 per cento enunciato nel par. 1 dell'art. 18 avrebbe potuto in concreto compromettere la possibilità di tali fondi di reperire sul mercato alternative di investimento compatibili con la normativa di riferimento.

⁵⁸ Cfr. sul tema le analisi di N. DOYLE, L. HERMANS, P. MOLITOR, C. WEISTROFFER, *Shadow Banking in The Euro Area: Risks and Vulnerabilities in the Investment Fund Sector*, in *ECB Occasional Paper Series*, n. 174, giugno 2016, documento disponibile al seguente indirizzo: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbop174.en.pdf?2cc4d889706adbcb918c06de4e5df144>.

4.3 Qualità creditizia

La nuova regolamentazione in tema di fondi monetari si prefigge, tra le altre cose, l'obiettivo di canalizzare gli investimenti di tali fondi in attività finanziarie connotate da elevata qualità. A tal proposito, il legislatore europeo impone ai fondi monetari di predisporre una procedura di valutazione interna della qualità creditizia degli strumenti del mercato monetario, delle cartolarizzazioni e delle ABCP che si caratterizza per l'utilizzo di metodologie improntate alla prudenza⁵⁹. La scelta di ricorrere in via prioritaria alle procedure di valutazione interna si inserisce nel solco di quella legislazione europea tendente a limitare l'eccesso di dipendenza dai *rating* del credito esterni: più precisamente, in seguito all'esperienza maturata durante la crisi finanziaria del 2008, la volontà del legislatore europeo si è focalizzata sull'utilizzazione delle valutazioni prodotte dalle agenzie di *rating* soltanto come mero complemento delle analisi qualitative delle attività finanziarie effettuate internamente dai vari intermediari finanziari attivi sul suolo europeo⁶⁰. A titolo esemplificativo, il considerando 31 del regolamento suggerisce di effettuare una nuova valutazione interna della qualità creditizia delle attività presenti nel portafoglio di un fondo monetario ogniqualvolta le stesse abbiano subito una modifica sostanziale del *rating* assegnato dalle agenzie di *rating* del credito.

⁵⁹ Sul punto, il considerando 33 del regolamento sottolinea la necessità di armonizzare i criteri minimi di valutazione degli strumenti del mercato monetario, delle cartolarizzazioni o delle ABCP al fine di evitare che a uno stesso strumento siano attribuite caratteristiche diverse di rischio.

⁶⁰ L'esperienza empirica ha rilevato come un eccessivo affidamento ai *rating* esterni si verifichi ogniqualvolta le istituzioni finanziarie si affidano meccanicamente alle valutazioni delle agenzie di *rating* del credito fino ad un livello tale da trascurare la diligenza dovuta e gli obblighi interni di gestione dei rischi. Dal punto di vista sistemico, questo comportamento può condurre a comportamenti standardizzati degli operatori finanziari (c.d. *herding behaviour*) – come la vendita collettiva di uno strumento finanziario declassato – che, in combinato disposto con il sopraggiungere di altri fattori, possono ledere la stabilità finanziaria: cfr. a tal proposito la Risoluzione del Parlamento europeo dell'8 giugno 2011 sulle agenzie di *rating* del credito: prospettive future (2010/2302(INI)), documento disponibile al seguente indirizzo: <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//NONSGML+TA+P7-TA-2011-0258+0+DOC+PDF+V0//IT>.

Nel merito, l'art. 19 del regolamento, rubricato procedura di valutazione interna della qualità creditizia, dopo aver sancito espressamente l'obbligo del gestore di un fondo monetario di predisporre e applicare sistematicamente una procedura prudente e costante di valutazione interna della qualità creditizia degli strumenti finanziari presenti in portafoglio, stabilisce i seguenti principi generali: (i) efficacia del processo di acquisizione e aggiornamento delle informazioni sull'emittente e sulle caratteristiche dello strumento; (ii) analisi approfondita delle informazioni disponibili, tenendo conto di tutti i fattori che in astratto potrebbero influire sul merito di credito dell'emittente e sulla qualità creditizia dello strumento finanziario; (iii) controllo costante della procedura di valutazione interna della qualità creditizia; (iv) nuova valutazione della qualità creditizia delle attività finanziarie in caso di cambiamenti incidenti sulla pregressa valutazione delle stesse; (v) accertamento dell'adeguatezza delle metodologie di valutazione della qualità creditizia; (vi) tempestivo riesame di tutte le valutazioni interne in caso di modifica delle metodologie utilizzate nella precedente procedura di valutazione interna.

Quanto alle caratteristiche delle attività finanziarie da prendere in considerazione ai fini della valutazione interna della qualità creditizia, l'art. 20 del regolamento indica come fattori minimi da esaminare i seguenti elementi: a) rischio di credito e/o inadempimento dell'emittente e del relativo strumento; b) indicatori qualitativi relativi all'emittente dello strumento; c) carattere a breve termine degli strumenti del mercato monetario; d) classe di attività dello strumento; e) tipo di emittente, procedendo in particolare a una distinzione tra amministrazioni statali, regionali o locali, società finanziarie e società non finanziarie⁶¹; f) rischio operativo e di controparte insito nelle operazioni finanziarie strutturate; g) profilo di liquidità dello strumento. La normativa in esame rappresenta l'equivalente disciplinare introdotto per il comparto bancario dagli accordi di Basilea III dove sono stati introdotti, tra le altre cose, incentivi in

⁶¹ In caso di esposizioni su cartolarizzazioni, l'art. 20, par. 2, lett. f) stabilisce che il soggetto preposto alla valutazione interna della qualità creditizia deve tener conto del rischio di credito dell'emittente, della struttura della cartolarizzazione e del rischio di credito delle attività sottostanti.

grado di favorire una corretta valutazione dei rischi insiti negli strumenti finanziari⁶².

Ai sensi dell'art. 21 del regolamento, il gestore di un fondo monetario ha l'onere di documentare tutti gli aspetti più rilevanti della procedura di valutazione della qualità creditizia delle attività in portafoglio. La trasparenza in tal modo garantita permette al pubblico degli investitori di conoscere le metodologie di analisi utilizzate dal gestore di un fondo monetario e assumere, di conseguenza, scelte di investimento maggiormente ponderate. Nello specifico, il paragrafo 1 dell'articolo in esame stabilisce che la documentazione della procedura di valutazione interna della qualità creditizia deve includere: a) le modalità operative dei controlli effettuati; b) la logica e l'analisi seguita nella procedura di valutazione, nonché i criteri e la frequenza del riesame; c) le modifiche sostanziali apportate alla procedura di valutazione; d) l'organizzazione e la struttura di controllo interno; e) le serie storiche complete delle valutazioni effettuate; f) i responsabili della procedura di valutazione. La documentazione così prodotta deve essere conservata dal gestore del fondo monetario per almeno tre periodi contabili annuali completi⁶³. Nel paragrafo 3 si stabilisce, infine, che nel regolamento o nei documenti costitutivi del fondo monetario deve essere illustrata dettagliatamente la procedura di valutazione interna della qualità creditizia seguita, mentre la documentazione utilizzata durante la fase di valutazione, se richiesta, deve essere messa a disposizione sia dell'autorità competente del fondo monetario stesso, sia dell'autorità competente del gestore del fondo.

A chiusura del capo relativo alla valutazione della qualità creditizia, l'art. 23 del regolamento stabilisce che la procedura di valutazione interna delle attività finanziarie presenti in portafoglio deve essere approvata dall'alta dirigenza, dall'organo di gestione e, qualora sia previsto, dall'organo che esercita la funzione di sorveglianza sul gestore del fondo. Tali soggetti sono informati, almeno annualmente, dal gestore del fondo monetario in merito al profilo di rischio di credito del portafoglio titoli che emerge dall'analisi delle valutazioni interne della

⁶² Per un approfondimento sui presidi valutativi previsti per le operazioni di cartolarizzazioni si v. C. BRESCIA MORRA, *Il diritto delle banche*, cit., p. 134.

⁶³ Art. 21, par. 2, del regolamento.

qualità creditizia. Al fine di evitare il manifestarsi di situazioni di conflitto di interessi, il paragrafo 4 dell'art. 23, infine, prescrive che il processo di valutazione della qualità creditizia degli strumenti presenti in portafoglio non possa essere effettuato dai soggetti che sono incaricati della gestione del portafoglio.

5. Obblighi relativi alla gestione del rischio

Il Capo III del regolamento affronta il tema della gestione dei rischi finanziari dei fondi monetari attraverso la predisposizione di norme tendenti a contenere prevalentemente il rischio di liquidità dei fondi in esame: a ben vedere, dei cinque articoli che compongono questo capo, ben tre di essi hanno come ragione istitutiva la predisposizione di presidi di liquidità di natura quantitativa e qualitativa avverso il rischio di richieste di riscatto delle quote provenienti da un numero nutrito di investitori. Ed invero, a differenza di quanto previsto per il settore bancario, dove le disposizioni di vigilanza impongono il rispetto di determinati requisiti patrimoniali al fine di fronteggiare i rischi tipici dell'attività bancaria, la normativa in tema di fondi monetari si focalizza principalmente sull'imposizione di regole di corretta gestione del patrimonio amministrato in monte⁶⁴.

L'interesse del legislatore europeo nei confronti del rischio di liquidità dei fondi monetari si giustifica alla luce della profonda instabilità che l'industria di riferimento ha subito in seguito alla crisi finanziaria del 2008. Nel recente passato

⁶⁴ Come noto, per rischio di liquidità si intende la situazione in cui si viene a trovare un intermediario finanziario che non riesca a onorare i propri impegni di pagamento a causa, da un lato, dell'incapacità di reperire fondi sul mercato (c.d. *fund liquidity risk*), o, dall'altro, dell'impossibilità di smobilizzare prontamente i propri attivi (c.d. *market liquidity risk*): cfr. sul tema Z. AFTAB, S. VAROTTO, *Liquidity and Shadow Banking*, August 2017, documento disponibile al seguente indirizzo: http://www.efmaefm.org/0EFMAMEETINGS/EFMA%20ANNUAL%20MEETINGS/2017-Athens/papers/EFMA2017_0482_fullpaper.pdf i quali affermano che le nuove regole in tema di liquidità hanno aumentato la resilienza dei fondi monetari a scenari di mercato avversi; N. BRANZOLI, G. GUAZZAROTTI, *Liquidity Transformation and financial stability: evidence from the cash management of open-end Italian mutual funds*, Banca d'Italia, Working Paper n. 1113, aprile 2017, documento disponibile al seguente indirizzo: <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/temi-discussione/2017/2017-1113/index.html?com.dotmarketing.htmlpage.language=1>

la tematica della liquidità veniva considerata dalle disposizioni di vigilanza precrisi in maniera residuale poiché si sosteneva che gli operatori finanziari potessero soddisfare le proprie esigenze di liquidità attraverso l'utilizzo dei mercati all'ingrosso, specialmente di natura interbancaria⁶⁵. Questo convincimento è venuto meno nel momento in cui la crisi dei mutui *subprime* ha messo, invece, in luce il fatto che in periodi di turbolenza finanziaria anche i mercati all'ingrosso non sono assolutamente in grado di fronteggiare richieste di liquidità avanzate da una pluralità di soggetti⁶⁶.

Sulla base dell'esperienza così maturata, il capo relativo agli obblighi di gestione del rischio fissa, innanzitutto, regole di durata del portafoglio specifiche a seconda che un fondo monetario sia a breve termine o standard. In particolare, ai sensi dell'art. 24 del regolamento, il portafoglio dei fondi monetari *a breve termine* deve: (i) avere una WAM e una WAL rispettivamente non superiore a 60 e 120 giorni; (ii) in caso di fondi di tipo LVNAV o CNAV che investono in debito pubblico, essere investito per almeno il 10 e il 30 percento⁶⁷ del proprio valore in attività aventi, rispettivamente, una scadenza giornaliera e settimanale; (iii) in caso di fondi di tipo VNAV, essere investito per almeno il 7,5 e il 15 percento⁶⁸

⁶⁵ R. DE BONIS, A. GIUSTINIANI, G. GOMEL, *Crises and bail-outs of banks and countries: interconnections, analogies, differences*, Banca d'Italia, Research Department, 1999, 15 e ss., reperibile in internet al seguente indirizzo: <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/1467-9701.00193/abstract>, laddove si afferma che l'ipotesi di mancanza di liquidità si manifesta quando un'impresa, pur dotata di un elevato livello di capitalizzazione, non è comunque in grado di soddisfare le proprie passività al momento della relativa scadenza.

⁶⁶ C. BRESCIA MORRA, *Il diritto delle banche*, cit., 216 e ss., la quale, a tal proposito, rileva che un intermediario creditizio solvibile può comunque entrare in crisi qualora non riesca a liquidare prontamente le proprie attività.

⁶⁷ Ai sensi dell'art. 24, par. 1, lett. e), ai fini del calcolo del limite del 30 percento del portafoglio indicato nel testo, gli strumenti del mercato monetario emessi o garantiti dalle amministrazioni pubbliche europee o nazionali ex art. 17, par. 7, del regolamento, che sono altamente liquide, ovvero che possono essere riscattate e liquidate entro un giorno lavorativo e che hanno una vita residua al massimo di 190 giorni, possono essere qualificate dal fondo monetario interessato come attività finanziarie aventi una scadenza settimanale fino a un massimo del 17,5 percento del patrimonio gestito.

⁶⁸ Ai sensi dell'art. 24, par. 1, lett. h), ai fini del calcolo del limite del 15 percento del portafoglio indicato nel testo, gli strumenti del mercato monetario o le azioni o quote di altri fondi monetari

del proprio valore, rispettivamente, in attività aventi una scadenza giornaliera e settimanale. Il paragrafo 2 dell'articolo in esame sancisce l'obbligo per i gestori dei fondi monetari a breve termine di rettificare tempestivamente eventuali disallineamenti nel rispetto dei suddetti limiti causati da eventi indipendenti dalla volontà del fondo stesso, ovvero manifestatesi in seguito all'esercizio dei diritti di sottoscrizione o riscatto avanzati dai relativi quotisti. L'art. 25 regolamento, invece, stabilisce che il portafoglio dei fondi monetari *standard* deve: (i) avere una WAM e una WAL non superiore, rispettivamente, a sei e 12 mesi; (ii) essere investito per almeno il 7,5 e il 15 per cento del proprio valore, rispettivamente, in attività aventi una scadenza giornaliera e settimanale⁶⁹. In conformità all'articolo precedente, nel caso in cui i fondi standard non siano in grado di rispettare questi limiti per cause indipendenti dalla volontà del fondo stesso, ovvero in seguito all'esercizio dei diritti di sottoscrizione o riscatto da parte dei quotisti, il paragrafo 2 dell'articolo in esame impone ai relativi gestori di rettificare in via prioritaria tale situazione, tenendo in ogni caso conto dell'interesse dei quotisti o azionisti. A chiusura dell'art. 25, il paragrafo 3 stabilisce espressamente che i fondi standard, investendo il portafoglio gestito in strumenti finanziari aventi una scadenza pari o inferiore a due anni, possono costituirsi soltanto nella forma di fondi monetari con valore delle quote variabile (c.d. fondi VNAV). La ragione di tale previsione si rinviene, intuitivamente, nel giudizio legislativo di incompatibilità tra il maggior profilo di rischio dei fondi standard e gli stringenti impegni che i fondi monetari CNAV e LVNAV devono assumere nei confronti dei rispettivi investitori (*id est*, garanzia di rimborso del valore nominale delle quote, a prescindere dall'andamento di mercato delle attività sottostanti).

possono essere qualificate dal relativo gestore di un fondo monetario VNAV come attività finanziarie aventi una scadenza settimanale fino a un massimo del 7,5 per cento del patrimonio gestito, a condizione che tali attività possano essere riscattate e liquidate entro cinque giorni lavorativi.

⁶⁹ Ai sensi dell'art. 25, par. 1, lett. e), ai fini del calcolo del limite del 15 per cento richiamato nel testo, gli strumenti del mercato monetario ovvero le azioni o quote di altri fondi possono essere inclusi tra le attività a scadenza settimanale fino ad un massimo del 7,5 per cento del patrimonio gestito in monte.

In secondo luogo, al fine di monitorare anche in visione prospettica il rischio di liquidità, l'art. 27 del regolamento impone al gestore di un fondo monetario di fissare strategie di «*know your customer*», ossia politiche di raccolta di informazioni sul comportamento dei partecipanti al fondo propedeutiche a una migliore conoscenza degli stessi⁷⁰. La *ratio* sottesa a tale disposizione è, infatti, quella di incentivare la raccolta di dati e notizie sul grado di avversione al rischio dei quotisti di un fondo monetario, in guisa da consentire ai relativi gestori di prevedere eventuali richieste collettive di riscatto e scongiurare, almeno in prima battuta, il manifestarsi di improvvisi *deficit* di liquidità. In altri termini, in aggiunta agli obblighi di gestione del portafoglio, il legislatore europeo ha ritenuto opportuno incentivare prassi di studio degli investitori in fondi monetari allo scopo di costruire fondate aspettative sull'andamento futuro dei deflussi di capitale. In tale contesto, un *focus* specifico è stato riservato agli investitori istituzionali i quali, detenendo solitamente quote considerevoli del portafoglio di un fondo, potrebbero da soli mettere a dura prova la gestione della liquidità di un fondo monetario. Ed invero, il paragrafo 1 dell'articolo in esame impone al gestore di un fondo monetario di predisporre procedure di raccolta informazioni che tengano almeno conto, tra le altre cose, dei seguenti aspetti: (i) tipo di investitore; (ii) numero di azioni o quote detenute da un singolo investitore; (iii) evoluzione dei flussi in entrate e in uscita. Nel caso in cui il valore delle quote detenute da un solo investitore superi l'ammontare delle attività finanziarie aventi scadenze giornaliera, ai sensi del paragrafo 2, il gestore del relativo fondo monetario dovrebbe integrare le informazioni *medio tempore* raccolte con dati specifici sulle: a) dinamiche sottese alle esigenze di liquidità degli investitori; b) predisposizioni al rischio dei diversi investitori; c) correlazioni e/o stretti legami

⁷⁰ La raccolta di informazioni indicata nel testo non fa venir meno l'obbligo per i gestori dei fondi monetari di raccogliere parallelamente informazioni rilevanti ai sensi della normativa europea e nazionale in tema di prevenzione dell'uso del sistema finanziario a fini di riciclaggio o finanziamento del terrorismo contenuta nella direttiva UE 2015/849 del Parlamento europeo e del Consiglio del 20 maggio 2015.

tra i diversi investitori di un fondo monetario⁷¹. Nell'ambito dei processi di «*conoscenza dei propri investitori*», il gestore di un fondo monetario ha, in ogni caso, l'onere di assicurare che il valore delle quote detenute da un singolo soggetto non sia in grado di produrre conseguenze di rilievo sul profilo di liquidità del fondo monetario gestito⁷².

Seppur comprendendo le ragioni sottostanti, questa innovazione legislativa solleva alcune riserve in merito all'effettiva capacità di rendere i fondi monetari maggiormente resilienti a scenari di mercato avversi. La letteratura economica di riferimento ci insegna, infatti, che l'andamento del ciclo economico è incerto, in quanto momenti di relativa «tranquillità» tendono a trasformarsi, nel medio-lungo periodo, in fasi in cui il livello degli investimenti cresce fino a una quantità tale da creare bolle speculative caratterizzate da (i) carenze di liquidità sul mercato secondario e (ii) disequilibri economici nel rapporto tra attivo e passivo di bilancio degli operatori finanziari. Ne consegue che, le tempistiche con le quali si verificano eventuali scenari di mercato avversi sono difficilmente prevedibili in anticipo da parte dei soggetti economici⁷³. In tale ottica, appare perciò chiaro come lo studio del comportamento assunto in passato dagli investitori, sebbene possa in astratto affinare le capacità di gestione dei portafogli di investimento, non sia tuttavia in grado di aumentare le possibilità dei fondi monetari di soddisfare, in caso di turbolenze finanziarie, improvvise e diffuse richieste di rimborso della liquidità (c.d. corsa agli sportelli). Le disposizioni sulla conoscenza dei propri investitori possono essere interpretate, piuttosto, come una sorta di *best practices* rivolte ai gestori dei fondi monetari per un governo ottimale del risparmio gestito

⁷¹ Al riguardo, ai sensi del considerando 42 del regolamento, un'attenzione particolare dovrebbe essere rivolta al comportamento dei c.d. grandi investitori, cioè a tutti quei quotisti che detengono una percentuale rilevante del portafoglio titoli gestito da un fondo monetario.

⁷² Art. 27, par. 4, del regolamento.

⁷³ Il riferimento corre al classico lavoro di H. MINSKY, *Stabilizing an unstable economy*, ed. McGraw-Hill, New York, 2008 (prima ed. 1986), spec. pp. 244 e ss. secondo il quale le conseguenze di una crisi economica, a prescindere dalla forma in cui le stesse possono manifestarsi (deflazione, depressione, recessione), dipendono dalla liquidità generale presente nel sistema, dal peso della variabile spesa pubblica nel contesto macroeconomico, nonché dall'azione delle banche centrali nel fornire credito di ultima istanza al sistema economico.

che tenga conto, in via prioritaria, delle preferenze per la liquidità manifestatesi nel corso della vita del fondo dai relativi quotisti. Letto in questo senso, l'art. 27 del regolamento assumerebbe un significato maggiormente conforme alla realtà, orientando la gestione in monte dei fondi monetari verso una raccolta capillare delle informazioni reperibili sul mercato.

Infine, nel quadro di una gestione prudente del rischio, la normativa di riferimento dispone che ogni fondo monetario debba effettuare, con cadenza almeno semestrale⁷⁴, prove di *stress* tendenti a individuare tutti i possibili cambiamenti delle condizioni generali di mercato che possano incidere negativamente sulla stabilità finanziaria del mercato monetario. Nello specifico, l'art. 28, par. 1, del regolamento stabilisce che le prove di *stress* devono prendere in considerazione, da un punto di vista strettamente ipotetico, i seguenti fattori: (i) variazioni del livello di liquidità e di rischio di credito delle attività detenute in portafoglio; (ii) fluttuazioni dei tassi di interesse e dei tassi di cambio offerti sul mercato finanziario; (iii) domande di riscatto delle quote di partecipazione ai fondi monetari; (iv) ampliamento o riduzione degli scarti tra gli indici a cui sono legati i tassi di interesse dei titoli in portafoglio; (v) shock macro-sistemici che incidono sul sistema economico in generale. In caso di fondi monetari CNAV che investono in debito pubblico o fondi monetari LVNAV, le prove di *stress* devono considerare come ulteriore scenario ipotetico anche la differenza tra il valore patrimoniale netto costante e il valore patrimoniale netto effettivo per azione o quota⁷⁵. Qualora i risultati degli *stress test* evidenzino una situazione di vulnerabilità, il gestore del fondo monetario interessato ha l'obbligo di elaborare una relazione dettagliata contenente i risultati delle prove eseguite e una proposta sulle iniziative da intraprendere al fine di colmare le carenze di liquidità e/o di qualità creditizia riscontrate (c.d. piano di azione). La relazione così predisposta, ove possibile, deve essere sottoposta al consiglio di amministrazione del fondo

⁷⁴ Art. 28, par. 3, del regolamento.

⁷⁵ Art. 28, par. 2, del regolamento.

monetario, ovvero, in alternativa, essere inviata al consiglio di amministrazione del gestore del fondo in modo da ottenere la relativa approvazione⁷⁶.

L'analisi di queste prime disposizioni del regolamento non può non partire dalla constatazione del livello di dettaglio che il legislatore europeo ha ritenuto opportuno perseguire per contenere il rischio di liquidità dei fondi monetari. La precisione con cui sono stati fissati rigorosi limiti, sia temporali che percentuali, alle attività in cui un fondo monetario può legittimamente investire le proprie risorse deriva dalla convinzione che la crisi del 2007-2008 è stata causata in via prevalente dal fallimento delle istituzioni finanziarie nel gestire in maniera sana e prudente l'attività di trasformazione delle scadenze. Secondo alcuni studiosi, in particolare, tale attività rappresenta una sorta di «tallone di Achille» del mercato finanziario, nella misura in cui costringe gli intermediari, bancari e non, a ponderare quotidianamente l'eventualità che le fonti di finanziamento su cui basano il proprio agire possano rapidamente evaporare. Più precisamente, la vulnerabilità degli intermediari finanziari trova fondamento nel fatto che improvvisi richieste di rimborso delle risorse monetarie da parte dei risparmiatori-investitori possono, qualora di entità considerevole, superare le eventuali risorse liquide prontamente disponibili, causando con ciò l'emersione di sentimenti di sfiducia nel corretto operare del mercato dei capitali⁷⁷. In tale ottica, lo sforzo del legislatore di rendere maggiormente resiliente il settore dei fondi monetari a situazioni di illiquidità merita un giudizio positivo: l'intervento della regolazione finanziaria, del resto, dovrebbe avere come scopo la correzione dei fallimenti di mercato che pregiudicano la capacità dello stesso di allocare risorse in maniera efficiente⁷⁸.

⁷⁶ Art. 28, par. 4 e 5, del regolamento, in cui si afferma peraltro che la relazione dettagliata e il piano di azione devono essere presentati anche all'autorità competente del fondo monetario per un riesame.

⁷⁷ Si veda, per esempio, le analisi di K. ALEXANDER, *Principles of Banking Regulation*, Cambridge University Press, 2019, pp. 111 e ss.

⁷⁸ T. PADOA-SCHIOPPA, *Regole e Finanza. Contemperare Libertà e Rischi*, Il Mulino, 2004, p. 34, secondo il quale «la regolamentazione ha il compito di correggere due fondamentali fallimenti del mercato: primo, l'incapacità dei depositanti e degli investitori di controllare l'uso che gli intermediari fanno del loro denaro, che può risultare in un'eccessiva assunzione di rischi o in una

Sotto altro versante, tuttavia, la nuova disciplina in tema di fondi monetari suscita perplessità per almeno tre profili. In primo luogo, quanto all'aspetto contenutistico del regolamento, ci si domanda se, date le caratteristiche di investimento dei fondi monetari, sia realmente necessario prevedere limiti temporali così dettagliati all'attività di gestione del portafoglio. Più esattamente, il quesito che ci si pone attiene alla effettiva utilità di previsioni che i gestori dei fondi monetari erano, comunque, tenuti spontaneamente a osservare. Come affermato sopra, infatti, l'appellativo monetari deriva dal fatto che tali fondi possono investire il patrimonio raccolto soltanto in strumenti del mercato monetario, ossia in strumenti finanziari che, come le cambiali finanziarie o i certificati di deposito, hanno una scadenza relativamente breve, se non brevissima. L'esperienza empirica, dall'altro, ci insegna che dal 1970 alla data attuale soltanto due fondi monetari hanno dichiarato bancarotta. Ne consegue che, la stabilità insita nell'agire dei fondi monetari, forse, non avrebbe richiesto un impegno regolatorio pari a quello che ha condotto il legislatore euro-unitario all'emanazione della disciplina in esame.

In secondo luogo, in riferimento all'aspetto formalistico, qualche perplessità può essere espressa anche per quanto riguarda la scelta del legislatore di ricorrere allo strumento del regolamento europeo. Nel recente passato, in tema di regolamentazione finanziaria sopranazionale, le disposizioni di taglio principalmente tecnico sono sempre state adottate mediante strumenti di *soft law* (raccomandazioni, linee guida), ovvero, all'interno dell'Unione europea, attraverso norme tecniche regolatorie o di esecuzione proposte dalle agenzie europee (ESMA, EBA, EIOPA) e adottate formalmente dalla Commissione europea con atti di esecuzione ex art. 291 del TFUE. La *ratio* sottesa a quest'ultimo *modus operandi* si rinviene, oltre che nel grado di conoscenza professionale del mercato finanziario richiesto ai regolatori, nella necessità di ricorrere a fonti del diritto che possano adattarsi a repentine innovazioni del

condotta fraudolenta; secondo, il pericolo di reazioni a catena, a seguito delle quali l'insolvenza delle istituzioni malate si trasmette a istituzioni sane, determinando costi sociali elevati. Le autorità di vigilanza hanno quindi la funzione, limitata, di definire e verificare il rispetto di regole prudenziali agli intermediari finanziari e, nelle crisi, di limitare i danni».

settore con relativa facilità e immediatezza. In tale quadro, si comprende, quindi, come la scelta di utilizzare una fonte del diritto come il regolamento europeo possa destare qualche incognita: a ben riflettere, la macchinosità del processo legislativo che solitamente precede l’emanazione di regolamenti e direttive europee – basato come noto sull’iniziativa legislativa della Commissione europea e sul processo di co-decisione del Parlamento europeo e del Consiglio – potrebbe rappresentare un grave ostacolo a improvvise istanze di modifica della disciplina dei fondi monetari che dovessero emergere da futuri malfunzionamenti del mercato.

Infine, l’ultimo aspetto degno di nota attiene alla scelta del legislatore di regolare il rischio di liquidità dei fondi monetari prendendo come modello di riferimento la regolamentazione prudenziale adottata per il comparto bancario. L’accordo Basilea III del 2011⁷⁹, trasposto nell’ordinamento euro-unitario attraverso il regolamento UE 2013/575⁸⁰, ha stabilito, come noto, due requisiti minimi di liquidità che gli enti creditizi devono rispettare per far fronte, rispettivamente, ai disallineamenti delle scadenze di breve e di lungo periodo: il *liquidity coverage ratio* e il *net stable funding ratio*. Nello specifico, sebbene strumenti di gestione della liquidità fossero già presenti nel panorama internazionale, il Comitato di Basilea ha ritenuto opportuno definire specifici parametri che le banche avrebbero dovuto adottare nel 2015 (per il requisito sulla liquidità a breve termine) e nel 2018 (per il requisito sulla liquidità a lungo termine). Il lasso di tempo concesso agli enti creditizi per uniformarsi a tali *standard* era stato giustificato dal timore che una repentina conformazione agli stessi avrebbe comportato una contrazione delle fonti di finanziamento in

⁷⁹ Cfr. BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *Basel III: A Global Regulatory Framework for More Resilient Banks and Banking Systems* (Basel III Accord), versione rivista del giugno 2011, documento disponibile al seguente indirizzo: <https://www.bis.org/publ/bcbs189.htm>.

⁸⁰ Regolamento (UE) n. 575/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio del 26 giugno 2013 relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012, in particolare la Parte VI rubricata “Liquidità”, artt. 411 e ss., nonché il Regolamento delegato (UE) 2015/61 della Commissione del 10 ottobre 2014 che integra il regolamento (UE) n. 575/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda il requisito di copertura della liquidità per gli enti creditizi.

precedenza destinate all'economia reale⁸¹. Nel merito, il *liquidity coverage ratio* ha imposto alle banche di detenere una quantità di attività finanziarie liquide di elevata qualità (siano essi titoli di stato, ovvero emissioni obbligazionarie private) non inferiore al 20 per cento del valore complessivo delle attività iscritte in bilancio (c.d. *Level 1*) e una quantità di attività finanziarie di alta qualità pari a un ulteriore 20 per cento del totale delle attività iscritte in bilancio (c.d. *Level 2*). Il *net stable funding ratio*, invece, ha richiesto alle banche di mantenere un rapporto positivo tra la riserva di liquidità e i deflussi netti di liquidità in un lasso temporale di *stress* pari almeno a 30 giorni e di finanziare l'attività di concessione di finanziamenti a lungo termine soltanto con passività aventi una scadenza superiore a un anno⁸². Dalla lettura delle disposizioni sul rischio di liquidità contenute nell'accordo di Basilea III sembra emergere *ictu oculi* come il legislatore europeo, nel disciplinare i fondi monetari, si sia ispirato alla regolamentazione prudenziale bancaria: l'utilizzo in entrambi i settori disciplinari dello strumento delle percentuali di attività liquide da detenere in rapporto al totale dell'attivo di bilancio rappresenta a tal proposito un esempio paradigmatico.

La scelta di campo adottata dal legislatore con l'emanazione del regolamento in esame si inserisce, più in generale, nel dibattito su quale possa essere la migliore strategia per contenere i rischi presenti nel settore dell'intermediazione non bancaria, in guisa da bilanciare le esigenze di stabilità finanziaria con l'opportunità di preservare adeguati canali di finanziamento dell'economia reale. Sul punto, la posizione della dottrina è alquanto divisa: in

⁸¹ Sul punto si veda S. JAMES, L. QUAGLIA, *The UK and Multi-Level Financial Regulation. From Post-Crisis Reform to Brexit*, Oxford University Press, 2020, spec. pp. 58 e ss. laddove gli Autori, nel prendere in considerazione specialmente l'ordinamento britannico, hanno rilevato come il Regno Unito fu il primo Stato a introdurre unilateralmente requisiti di liquidità come risposta regolamentare alla crisi finanziaria del 2007-2008

⁸² Cfr. K. ALEXANDER, *Principles of Banking Regulation*, cit., pp. 111 e ss., in cui si afferma, intuitivamente, che al fine di conformarsi alle prescrizioni di Basilea III, le banche dovranno, da un lato, investire gran parte del proprio attivo in attività a breve termine, a basso rischio e facilmente vendibili, e, dall'altro, contenere nei limiti del possibile l'attività di trasformazione delle scadenze, specialmente attraverso il ricorso a forme di finanziamento aventi una scadenza medio lunga.

riferimento ai fondi monetari, si afferma, da un lato, che tali fondi dovrebbero essere regolati come una banca. A sostegno di tale assunto, si afferma che le attività di trasformazione delle scadenze svolte dai fondi monetari, manifestando rischi finanziari simmetrici a quelli prodotti dagli enti creditizi, dovrebbero essere regolate sulla base degli stessi canoni prudenziali vigenti nel comparto bancario⁸³. Tale posizione è smentita da altra dottrina che, valorizzando le differenze strutturali presenti nella configurazione di capitale, nelle strategie di gestione del rischio e nella resistenza a scenari di mercato avversi, asserisce che i fondi monetari non possano essere regolati mediante un approccio pseudo-bancario. In particolare, al fine di scongiurare il rischio di un approccio normativo miope, tali studiosi sostengono che le diversità dei fondi monetari rispetto agli enti creditizi dovrebbero essere riflesse anche nel dettato normativo: una rigida uniformità prudenziale si risolverebbe, altrimenti, in una implicita eliminazione dal mercato dei primi, con conseguente minore allocazione di risorse finanziarie a favore del sistema economico in generale⁸⁴. Secondo un'altra lettura, più che di estensione della normativa bancaria anche ai fondi monetari, si dovrebbe discutere in termini di divieto di emissione di strumenti finanziari aventi caratteristiche speculari alla moneta (c.d. *private money creation*). Più esattamente, secondo questa corrente di pensiero si afferma che così come la prima legge della regolazione bancaria impone un divieto di stipulazione di contratti di depositi per tutti coloro che non sono sottoposti a una disciplina speciale, un identico divieto dovrebbe essere applicato anche in caso di emissione di passività finanziarie aventi caratteristiche di liquidità e stabilità del valore nominale simili ai depositi bancari (c.d. «*cash equivalents*»)⁸⁵.

⁸³ Cfr. a tal proposito, le posizioni di W. BIRDTHISTLE, *Breaking Bucks in Money Market Funds*, in *Wisconsin Law Review*, No. 5, 2010, pp. 1155 e ss., documento disponibile al seguente indirizzo: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1728929; in senso simile si v. anche la posizione di G. GORTON, A. METRICK, *Regulating The Shadow Banking System*, in *Brookings Papers on Economic Activity*, 2010, vol. 41, issue 2 (Fall), 261-312.

⁸⁴ V. BAKLANOVA, J. TANEGA, *European money market funds*, in A. NESVETLAILOVA, *Shadow Banking. Scope, Origins and Theories*, Routledge, 2017, p. 124.

⁸⁵ Il riferimento corre in particolare a M. RICKS, *The Money Problem: Rethinking Financial Regulation*, University of Chicago Press, 2016, spec. pp. 248 e ss., laddove l'autore considera il

In tale contesto, una soluzione equilibrata potrebbe essere individuata nel riconoscere che se, da un lato, i fondi monetari possono dare adito a rischi speculativi a quelli sollevati dal settore bancario, dall'altro lato, non si può prescindere dalla considerazione che quest'ultimo settore presenta logiche di funzionamento diverse rispetto a quelle proprie della gestione collettiva del risparmio. Di conseguenza, la regolazione dei fondi monetari dovrebbe tendenzialmente prendere le distanze dal modello tipico di normazione individuabile nell'ordinamento bancario e focalizzarsi in misura maggiore sui temi che rappresentano, per così dire, il terreno di elezione del mercato mobiliare, ossia la supervisione sulle politiche di investimento del portafoglio gestito e, soprattutto, la predisposizione di regole di condotta degli intermediari improntate alla massima trasparenza sia verso le autorità di vigilanza, sia nei confronti dei clienti-investitori⁸⁶.

6. Regole di valutazione del patrimonio

Il capo IV del regolamento, rubricato emblematicamente «*regole di valutazione*», contiene norme in tema di valutazione delle attività finanziarie detenute in portafoglio e calcolo del prezzo di emissione e rimborso delle quote di partecipazione ai fondi monetari. In particolare, l'art. 29 del regolamento, dopo aver sancito il principio generale in base al quale le attività finanziarie detenute dai fondi monetari devono essere valutate almeno su base giornaliera e comunicate prontamente alle autorità competenti, elenca e disciplina tre modalità di calcolo degli strumenti finanziari detenuti in portafoglio che, in presenza di determinate condizioni, possono essere utilizzate per determinare il valore da attribuire al portafoglio stesso. La prima modalità di calcolo, giudicata come

settore dei fondi monetari come una seria minaccia al corretto operare del mercato finanziario statunitense. Invero, in tale scritto si afferma che il periodo di stabilità finanziaria che si è avuto negli Stati Uniti in seguito all'emanazione dell'assicurazione dei depositi del 1933 è venuto meno proprio con l'emersione del sistema bancario ombra, inteso nella sua accezione di intermediazione finanziaria condotta attraverso l'emissione di passività a breve termine per finanziarie attività a lunga scadenza.

⁸⁶ Sulle ragioni sottostanti alle differenze tra le strutture di regolamentazione bancaria e mobiliare si v. T. PADOA-SCHIOPPA, *Regole e Finanza. Contemperare Libertà e Rischi*, cit., p. 135.

default option dal legislatore europeo, è quella in base ai prezzi di mercato (*mark-to-market valuation*): secondo tale criterio di valutazione, il gestore di un fondo monetario deve attribuire alle attività finanziarie detenute il valore più prudente derivante dall'incontro tra domanda e offerta sul mercato, utilizzando come base di calcolo soltanto dati di buona qualità che riflettano il numero e la qualità delle controparti, il volume delle attività del fondo presenti sul mercato, nonché l'entità dell'emissione e la parte di quest'ultima che il fondo prevede di acquistare o di vendere⁸⁷. Qualora non sia possibile procedere ad una valutazione delle attività in base ai prezzi di mercato, il paragrafo 4 dell'articolo in esame stabilisce, in primo luogo, che le attività del fondo monetario devono essere valutate in modo prudente utilizzando il metodo di valutazione in base ad un modello (*mark-to-model valuation*). In secondo luogo, al fine di stimare con precisione il valore intrinseco delle attività finanziarie presenti in portafoglio, la valutazione in base a un modello deve prendere in considerazione tutti i seguenti elementi: a) il volume delle attività finanziarie presenti sul mercato e la mole dei relativi scambi; b) l'entità dell'emissione e la parte della stessa che il fondo monetario prevede di acquistare o vendere; c) i rischi di mercato, di tasso di interesse e di credito connessi alle attività da valutare. L'ultima modalità di calcolo citata dall'articolo in esame è, infine, rappresentata dal metodo di valutazione in base al costo ammortizzato: i paragrafi 6 e 7 stabiliscono, al riguardo, che i fondi monetari di tipo CNAV e di tipo LVNAV possono ignorare gli andamenti di mercato o le valutazioni in base a un modello economico e valutare i rispettivi patrimoni mediante il costo ammortizzato delle attività finanziarie gestite in monte. In caso di fondi monetari di tipo LVNAV, tuttavia, il metodo di valutazione in esame può essere utilizzato soltanto: (i) in presenza di attività finanziarie aventi una vita residua non superiore a 75 giorni; (ii) nel caso in cui il prezzo delle attività finanziarie valutate secondo gli andamenti di mercato e/o in base ad un modello

⁸⁷ Art. 29, par. 1, 2 e 3.

non si discosti dal valore calcolato secondo il criterio del costo ammortizzato di oltre 10 punti base⁸⁸.

Quanto al calcolo del valore delle azioni o quote di partecipazione ai fondi monetari, gli artt. 30-33 del regolamento prevedono regole specifiche per la determinazione del relativo valore che mutano in considerazione della tipologia di fondo monetario di riferimento. In particolare, l'articolo 30 del regolamento introduce la regola principe per il conteggio del valore nominale delle azioni o quote di partecipazione ai fondi monetari: ai sensi del paragrafo 1, il fondo monetario calcola il NAV per azione o quota (ossia, il *net asset value* per azione o quota) mediante un'operazione matematica che prevede, in primo luogo, il calcolo del patrimonio netto del fondo come differenza tra la somma di tutte le attività finanziarie e la somma di tutte le passività finanziarie del fondo calcolate secondo il criterio dei prezzi di mercato o in base ad un modello economico; il valore così ottenuto deve, in secondo luogo, essere diviso per il numero di quote o azioni emesse dal fondo monetario. In tal modo si ottiene l'equivalente monetario del patrimonio netto del fondo espresso in termini di numero di quote o azioni offerte in un dato momento sul mercato. Il NAV per azione o quota così calcolato deve essere arrotondato al più vicino punto base (*c.d. basis point*) e pubblicato almeno giornalmente in una sezione pubblica del sito *web* aziendale del fondo monetario di riferimento⁸⁹. Il metodo generale di conteggio del NAV per azione o quota subisce una prima eccezione in caso di fondi monetari di tipo CNAV che investono il patrimonio raccolto in debito pubblico. In quest'ultimo caso, infatti, l'art. 31, par. 1, del regolamento afferma che il NAV costante per azione o quota si calcola sotto forma di differenza tra la somma di tutte le attività calcolate secondo il criterio del costo ammortizzato e la somma di tutte le passività del fondo, e successiva divisione del risultato ottenuto per il numero delle quote o azioni emesse dal fondo monetario stesso. I paragrafi successivi dell'articolo in esame stabiliscono, inoltre, che il NAV costante per azione o quota dei fondi

⁸⁸ In caso contrario, il gestore del fondo monetario di tipo LVNAV è tenuto a rinunciare al metodo del costo ammortizzato, valutando il rispettivo patrimonio secondo gli altri due criteri di valutazione sopra esposti.

⁸⁹ Art. 30, par. 2 e 3, del regolamento.

monetari CNAV deve essere: (i) arrotondato al punto percentuale più vicino; (ii) calcolato almeno giornalmente; (iii) messo quotidianamente a confronto con il NAV per azione o quota calcolato secondo l'articolo precedente, pubblicando sul sito *web* aziendale del fondo monetario di riferimento l'eventuale differenza di valore così riscontrata. La seconda eccezione al metodo generale di conteggio del NAV per azione o quota si rinviene, invece, nell'art. 32 del regolamento in cui si disciplina il calcolo del NAV costante per azione o quota dei fondi monetari di tipo LVNAV. Anche in questo caso, il legislatore europeo consente a tali fondi monetari di calcolare il NAV costante per azione o quota come la differenza tra la somma di tutte le attività finanziarie calcolate in base al costo ammortizzato e la somma di tutte le rispettive passività del fondo e contestuale divisione del risultato ottenuto per il numero delle quote o azioni previamente emesse. In conformità all'articolo precedente, il NAV costante per azione o quota dei fondi monetari di tipo LVNAV deve essere arrotondato al punto percentuale più vicino e calcolato almeno giornalmente, mentre l'eventuale differenza con il NAV per azione o quota, calcolato secondo gli andamenti di mercato o in base a un modello, deve essere pubblicata in una sezione del sito *web* aziendale del fondo monetario. La ragione sottesa alla necessità di calcolare il NAV per azione o quota dei fondi monetari si rinviene nell'art. 33 del regolamento laddove si afferma, innanzitutto, che il prezzo di emissione e di rimborso delle quote di partecipazione a tali fondi deve essere pari al NAV per azione o quota dei fondi stessi. In secondo luogo, con riferimento ai fondi monetari di tipo CNAV e LVNAV, il paragrafo 2 dell'articolo in esame stabilisce che questi fondi, in virtù della speciale normativa a essi applicabile, possono entrambi emettere e rimborsare azioni in base a un NAV costante per azione o quota. Tuttavia, ai sensi della lett. b) del paragrafo 2, i fondi monetari di tipo LVNAV sono autorizzati a offrire quote di partecipazione a prezzo costante soltanto se quest'ultimo prezzo non si discosta dal valore delle azioni o quote calcolate in base agli andamenti di mercato (o con un modello economico) di oltre 20 punti base; in caso contrario, il successivo rimborso o sottoscrizione deve essere effettuato in base a un valore delle quote fluttuante, in quanto calcolato secondo il metodo di valutazione *mark-to-market*.

7. Strumenti di gestione della liquidità

Il presente paragrafo affronta i due capi del regolamento dedicati, in senso lato, agli strumenti di gestione della liquidità che i fondi monetari in crisi possono/devono utilizzare al fine di ristabilire adeguati condizioni di equilibrio economico-finanziario. In particolare, il capo V del regolamento si occupa degli strumenti individuati dal legislatore europeo come soluzioni di intervento in caso di accertata illiquidità dei fondi monetari di tipo CNAV che investono in debito pubblico o di tipo LVNAV; il capo VI del regolamento, invece, predispone un divieto espresso di sostegno esterno per qualsiasi tipologia di fondo monetario che dovesse temporaneamente incontrare difficoltà nel mantenimento di un'adeguata offerta di liquidità e/o nella stabilizzazione del NAV per azione o quota.

Quanto agli strumenti di gestione previsti per i fondi CNAV e LVNAV, l'art. 34 del regolamento, dopo aver sancito l'obbligo per tali fondi di istituire, attuare e applicare procedimenti prudenti e rigorosi di gestione della liquidità, individua nel paragrafo 1 due procedure finalizzate a garantire il rispetto delle soglie di liquidità settimanale imposte nell'art. 24 del regolamento⁹⁰. Ed invero, ai sensi della prima procedura, il legislatore europeo stabilisce che nel caso in cui la percentuale di attività aventi una scadenza settimanale scenda al di sotto del 30 per cento del patrimonio gestito e, al contempo, la quota di rimborsi giornalieri inoltrata in un singolo giorno lavorativo superi il 10 per cento delle attività finanziarie amministrate in monte, il consiglio di amministrazione del fondo monetario interessato può discrezionalmente limitare il diritto di rimborso dei quotisti uscenti mediante una o più delle seguenti misure: (i) commissioni di liquidità paramtrate al costo che il fondo monetario deve sostenere per reperire la liquidità necessaria; (ii) restrizioni al rimborso (c.d. *gates*) che limitino – per un periodo non superiore a 15 giorni lavorativi – la quantità di quote o azioni da rimborsare in qualsiasi giorno lavorativo a un massimo del 10 per cento delle quote o azioni totali del fondo; (iii) sospensione dei rimborsi per un periodo non superiore a 15 giorni lavorativi. Nella seconda procedura di gestione della liquidità, l'art. 34, par. 1, lett. b), prevede che qualora la percentuale di attività a scadenza settimanale presenti in portafoglio scenda al di sotto del 10 per cento, il

⁹⁰ Cfr. § 5 del presente capitolo.

consiglio di amministrazione del fondo monetario interessato ha l'obbligo di applicare ai quotisti uscenti una commissione di liquidità parametrata al costo che il fondo stesso deve affrontare per reperire la liquidità richiesta e/o una sospensione dei rimborsi per un periodo non superiore a 15 giorni, motivando in ogni caso le ragioni delle scelte effettuate e comunicando i dettagli delle decisioni adottate alle autorità competenti. Valorizzando la gravità della decisione di sospendere temporaneamente la fuoriuscita da un fondo monetario in difficoltà, l'art. 34, par. 2, del regolamento impone, infine, ai fondi di tipo CNAV e LVNAV che, in un arco temporale trimestrale abbiano superato i 15 giorni di sospensione, di spogliarsi automaticamente di tale qualifica, informando *ipso iure* di tale decisione ogni relativo investitore.

In riferimento al Capo VI del regolamento, rubricato all'occorrenza *sostegno esterno*, l'art. 35 del regolamento esclude tassativamente che ogni fondo monetario possa ricevere un supporto di liquidità da parte di terzi, e ciò a prescindere dalla circostanza che questi ultimi siano soggetti legati al fondo monetario da rapporti contrattuali più o meno stretti. Più esattamente, ai sensi del paragrafo 2 dell'articolo in esame, con il termine *sostegno esterno* si deve intendere qualsiasi tipo di facilitazione creditizia, diretta o indiretta, offerta al fondo monetario da parte di soggetti esterni allo stesso e avente come fine quello di garantire la liquidità del fondo, ovvero stabilizzare il valore nominale delle azioni o quote offerte. A titolo esemplificativo, il legislatore include all'interno del concetto di *sostegno esterno* le seguenti fattispecie: a) apporti di capitale; b) acquisto a prezzo gonfiato delle attività del fondo monetario; c) acquisto di quote o azioni del fondo monetario al fine esclusivo di fornire allo stesso liquidità di emergenza; d) concessione di qualsiasi tipo di garanzia o lettera di sostegno esplicita o implicita; e) ogni altra azione mirante a mantenere il profilo di liquidità e/o il NAV per azione o quota del fondo monetario. La ragione di tale divieto trova fondamento nell'obiettivo legislativo di evitare che la crisi di liquidità di un fondo monetario possa diffondersi ad altri intermediari finanziari, integrando un'ipotesi di contagio alquanto deleteria per la preservazione di adeguati livelli di stabilità finanziaria. Secondo il legislatore europeo, infatti, la possibilità di fornire supporti di liquidità a fondi monetari in crisi dovrebbe cedere il passo a una

situazione di mercato in cui sono i fondi stessi a dover risolvere internamente gli eventuali squilibri di bilancio che si dovessero manifestare. In caso contrario, la preservazione di prassi di mercato in cui, per esempio, entità promotrici di fondi monetari si impegnano a sostenere la liquidità dei fondi dagli stessi costituiti, oltre a non risolvere efficacemente il tema della instabilità dell'industria di riferimento, si risolverebbe in una riduzione dei presidi di tutela delle entità che prestano aiuto e in una corrispondente diffusione di incertezza circa il soggetto che si dovrebbe fare carico delle perdite subite da un fondo in crisi⁹¹.

A ben riflettere, il divieto di sostegno esterno così ideato appare in contrasto con lo spirito del regolamento in esame: piuttosto che accrescere la resilienza dei fondi monetari, la disposizione in esame sembra perseguire un risultato diametralmente opposto. L'impossibilità di ottenere qualsiasi tipo di sostegno di liquidità esterno si risolve, in effetti, in un aumento esponenziale del rischio di liquidazione per tutti quei fondi monetari che, in caso di crisi di

⁹¹ Cfr. al riguardo i considerando nn. 5 e 49 del regolamento. In particolare, secondo il primo considerando richiamato, il legislatore europeo sostiene che «[...] spesso i promotori sono costretti a sostenere i propri FCM [id est, fondi monetari] che stanno perdendo valore, perché devono arginare il rischio di reputazione e il timore che il panico si diffonda agli altri loro rami di attività. Secondo la dimensione dell'FCM e l'intensità della pressione al riscatto, il sostegno del promotore potrebbe acquistare proporzioni superiori alle riserve di cui egli può disporre immediatamente. Un FCM non dovrebbe pertanto ricevere sostegno esterno»; mentre il considerando 49, nel ribadire il convincimento sulla necessità del divieto di sostegno esterno, afferma testualmente che questo supporto esterno «acuisce il rischio di contagio fra il settore degli FCM e il resto del settore finanziario. Il terzo, tra cui enti creditizi, altri enti finanziari o soggetti giuridici nello stesso gruppo dell'FCM, che fornisce sostegno potrebbe nutrire un interesse al riguardo, perché ha un interesse economico nella società di gestione dell'FCM oppure perché vuole tutelarsi dai danni che potrebbero ledere la sua reputazione se il suo nome fosse associato al fallimento dell'FCM. Poiché il terzo in questione non sempre s'impegna esplicitamente a fornirlo o a garantirlo, non è detto che il sostegno sia concesso quando l'FCM ne ha bisogno: questa discrezionalità del sostegno del promotore alimenta quindi nei partecipanti al mercato l'incertezza circa il soggetto che dovrebbe farsi carico delle eventuali perdite subite dall'FCM. Tale incertezza aumenta con ogni probabilità la vulnerabilità dell'FCM alla fuga degli investitori nei periodi d'instabilità finanziaria, quando maggiori sono i rischi finanziari generali e quando affiorano timori circa la solidità del promotore e la sua capacità di fornire sostegno all'FCM affiliato».

liquidità, non avrebbero possibilità di risolvere internamente disavanzi di bilancio. Considerato che i fondi monetari rappresentano un'importante fonte di finanziamento a breve termine per enti finanziari, società e/o pubbliche amministrazioni, un aumento delle liquidazioni di tali fondi causerebbe inoltre notevoli esternalità negative nei confronti del sistema economico. Più esattamente, la drastica riduzione del numero di fondi monetari attivi nel settore finanziario rappresenterebbe un *vulnus* rilevante per tutti quei soggetti che fanno affidamento sulla capacità di finanziarsi tramite l'emissione di cambiali finanziarie o titoli di debito a breve termine⁹².

Parimenti, non sembra essere condivisibile neanche l'assunto in base al quale l'incertezza circa il soggetto che può, in astratto, accollarsi una situazione di illiquidità di un fondo monetario possa comportare una corsa generalizzata al riscatto delle quote da parte degli investitori. Come affermato da parte della dottrina, ipotesi di *run risk* si verificano ogniqualvolta nel mercato si diffondono *rumors* sulla presunta incapacità di un intermediario finanziario a soddisfare tutte le richieste di rimborso provenienti dal pubblico degli investitori. In tal caso, l'investitore razionale, se sospetta che altri soggetti procederanno a ritirare le rispettive risorse monetarie, considererà opportuno procedere quanto prima al recupero delle proprie disponibilità liquide, beneficiando delle riserve di contante presenti nel bilancio dell'intermediario in crisi e lasciando la situazione di illiquidità a coloro che, invece, ritireranno soltanto in un secondo momento (c.d. *first mover advantage*)⁹³. In tale ottica, la possibilità di beneficiare di risorse

⁹² Si veda sul punto E. BENGTTSSON, *Investment funds, shadow banking and systemic risk*, in *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 2016, vol. 24, issue 1, 60-73, in cui si afferma che la corsa agli sportelli subita dai fondi monetari durante la crisi finanziaria del 2007-2008 si è risolta in una consistente riduzione di finanziamenti a breve termine a favore di banche statunitensi ed europee; cfr. anche le analisi di N. BABA, R. MCCAULEY, S. RAMASWAMY, *US Dollar Money Market Funds and Non-US Banks*, in *BIS Quarterly Review*, marzo 2009; C. CHERNENKO, A. SUNDERAM, *The Quiet Run of 2011: Money Market Funds and the European Debt Crisis*, in *Working Paper Series of Ohio State University*, 2012, i quali hanno a tal proposito richiamato le rilevanti conseguenze negative derivanti dalla riduzione dell'esposizione dei fondi monetari statunitensi nei confronti delle banche francesi come risposta alla crisi del debito sovrano europeo.

⁹³ Sulla corsa al ritiro delle proprie disponibilità monetarie come risposta alla diffusione di valutazioni negative circa un determinato intermediario cfr. D. GABOR, *Shadow connections*, in

esterne in caso di illiquidità, anziché alimentare la vulnerabilità dei fondi monetari a episodi di fuga degli investitori, può rappresentare un fattore in grado di ristabilire condizioni di fiducia nel corretto operare del settore. Invero, i titolari di quote di partecipazione a un fondo monetario potrebbero riporre fiducia sul fatto che il fondo di appartenenza goda di credito esterno e che, quindi, anche in caso di scenari di mercato avversi, lo stesso possa superare situazioni di difficoltà tramite l'ausilio di soggetti terzi.

Sotto altro versante, l'art. 35 del regolamento solleva difficoltà di comprensione anche per quanto riguarda l'interpretazione del sostantivo «terzi». Più precisamente, il dubbio che ci si pone attiene al campo di applicazione del divieto di sostegno esterno, ossia se per terzi si debba intendere soltanto i soggetti citati a vario titolo nei considerando n. 5 e n. 49 (entità promotrice, enti creditizi e/o finanziari, soggetti appartenenti allo stesso gruppo del fondo comune monetario), ovvero se con l'espressione «terzi» il legislatore abbia voluto ricomprendere anche soggetti pubblici, siano essi rappresentati dagli Stati membri, della Banche centrali, ovvero da altre istituzioni pubbliche di natura nazionale o internazionale. Il quesito emerge in quanto l'art. 35 non provvede a definire il campo di applicazione del divieto di sostegno esterno, né sono reperibili indizi in tal senso in altre sezioni del regolamento in esame. Senonché, qualora si dovesse optare per una interpretazione estensiva del termine terzi, il divieto di sostegno esterno potrebbe essere dichiarato illegittimo per contrasto con la normativa sugli aiuti di Stato contenuta nell'art. 107 TFUE. Come noto, quest'ultimo articolo prevede, al par. 3, lett. b), la possibilità di ricorrere ad aiuti pubblici al fine di correggere gravi turbamenti che dovessero porre in pericolo l'economia di uno Stato membro. E invero, considerato che situazioni di instabilità finanziaria possono minare il corretto funzionamento del sistema economico, l'esperienza empirica del recente passato ci ha dimostrato come in più

Shadow Banking. Scope, Origins and Theories, edito da A. NESVETAILOVA, Routledge, Londra, 2017, spec. pp. 153 e ss., la quale afferma che situazioni di c.d. «run» nei confronti del sistema bancario ombra assumono la connotazione di una «spirale di liquidità» in cui problemi di rifinanziamento di determinati intermediari creditizi si sommano a diminuzioni di valore delle attività in portafoglio usate come collaterale nelle transazioni finanziarie

occasioni gli Stati membri hanno fatto ricorso del tutto legittimamente a sostegni finanziari per correggere situazioni di disequilibrio economico-finanziario degli intermediari finanziari⁹⁴. Ciò posto, il divieto di ricorrere a qualsiasi tipo di aiuto esterno a favore dei fondi monetari, qualora interpretato in chiave estensiva, potrebbe entrare in conflitto sia con la posizione euro-unitaria in tema di aiuti di Stato, sia con quella parte della dottrina che è pacifica nel riconoscere l'ineluttabilità del ruolo svolto dai sostegni esterni a beneficio di intermediari finanziari illiquidi, ma non insolventi⁹⁵.

8. Obblighi di trasparenza e vigilanza delle autorità competenti

La nuova normativa in tema di fondi monetari individua un'ampia serie di informazioni che devono essere messe a disposizione di coloro che acquistano azioni o quote di partecipazione a tali fondi. Più precisamente, oltre all'indicazione della tipologia di appartenenza (*id est*, VNAV, CNAV o LVNAV) e della natura a breve termine o standard prescelta, il gestore di un fondo monetario deve comunicare, almeno settimanalmente, ai propri investitori la scomposizione per scadenza, il profilo di credito e la scadenza media del portafoglio gestito, i dati relativi alle 10 principali partecipazioni del fondo, il totale delle attività finanziarie amministrare e il rendimento netto dell'attività di gestione in monte⁹⁶. Inoltre, al fine di rendere maggiormente edotto il pubblico degli investitori dei rischi insiti nell'acquisto di azioni e/o quote di un fondo

⁹⁴ Sul tema si vedano le analisi di M. MARCUCCI, *Aiuti di Stato e stabilità finanziaria. Il ruolo della Commissione europea nel quadro normativo europeo sulla gestione delle crisi bancarie, in L'unione bancaria europea*, a cura di M. P. CHITI, V. SANTORO, Pacini editore, Pisa, 2016, 291 e ss. in part. pp. 294.

⁹⁵ Sull'importanza ricoperta dai sostegni finanziari della Federal Reserve e della BCE a favore del settore dell'intermediazione finanziaria si vedano le analisi di A. BOUVERET, *The shadow banking system during the financial crisis of 2007-08*, in *Shadow Banking. Scope, Origins and Theories*, edito da A. NESVETAILOVA, Routledge, Londra, 2017, spec. pp. 117 e ss.; sulla distinzione tra situazioni di illiquidità e crisi di solvibilità, si rimanda invece allo scritto di R. SQUIRE, *Insolvency vs Illiquidity in the 2008 crisis and the Congressional Imagination*, in *Crisi finanziaria e riposte normative: verso un nuovo diritto dell'economia?*, Quaderni di Giurisprudenza Commerciale, 2014, spec. pp. 109 e ss.

⁹⁶ Art. 36, par. 1 e 2, del regolamento.

monetario, l'art. 36, par. 3, del regolamento stabilisce che tutti i documenti utilizzati a fini di commercializzazione debbano includere anche informazioni sull'operatività in concreto dei fondi in esame e, in particolare, sulle differenze tra investimento in quote di partecipazione a un fondo di investimento e impiego delle disponibilità liquide in depositi bancari⁹⁷.

Per quanto concerne, invece, l'informativa da rendere alle autorità competenti, il legislatore europeo, tenendo conto delle esternalità positive prodotte dalla vigilanza informativa nel settore bancario⁹⁸, ha deciso di imporre anche ai fondi monetari specifici doveri informativi nei confronti delle autorità di vigilanza. A titolo esemplificativo, quest'ultime ricevono dai gestori dei fondi monetari informazioni variegata che spaziano dal tipo e dalle caratteristiche dei fondi stessi, agli indicatori di portafoglio (valore complessivo, NAV, scadenza media ponderata, scomposizione per scadenza, liquidità e rendimento), dai risultati delle prove di *stress*, alle attività e passività detenute in portafoglio⁹⁹. In presenza di fondi monetari di tipo LVNAV, il paragrafo 3 dell'articolo in esame obbliga i relativi gestori a fornire alle autorità competenti anche informazioni sugli scostamenti del valore di una attività finanziaria calcolati secondo il metodo del costo ammortizzato rispetto al prezzo della stessa attività finanziaria

⁹⁷ In particolare, il paragrafo richiamato nel testo obbliga l'industria dei fondi monetari a sottolineare nei documenti finalizzati alla commercializzazione delle quote che: (i) l'acquisto di quote di partecipazione a tali fondi non è un investimento garantito e, in ogni caso, non è assimilabile alla sottoscrizione di un contratto di deposito bancario; (ii) i fondi monetari non godono di alcun tipo di sostegno esterno in grado di garantire la liquidità e/o il mantenimento di un NAV per azione o quota costante; (iii) il rischio di perdita del capitale ricade soltanto sull'investitore.

⁹⁸ Come noto, i flussi informativi tradizionalmente imposti dalla vigilanza informativa rappresentano un dato utile non solo alle autorità di vigilanza, ma anche agli stessi intermediari: a ben vedere, questi ultimi, nella misura in cui adempiono agli obblighi di informativa previsti dalla normativa di riferimento, riescono ad effettuare anche un'analisi approfondita della propria situazione economica: cfr. sul tema della vigilanza informativa, R. Costi, *L'ordinamento bancario*, Bologna, Il Mulino, 2012, pp. 567 e ss.

⁹⁹ Art. 37, par. 2, del regolamento, in cui si afferma inoltre che, in presenza di condizioni debitamente giustificate, le autorità competenti possono comunque richiedere informazioni supplementari.

individuato sulla base degli andamenti di mercato, nonché a comunicare dati e notizie sull'eventuale utilizzazione degli strumenti di gestione della liquidità *ex art. 34 del regolamento*.

In tema di vigilanza, il legislatore europeo stabilisce, innanzitutto, un distinguo di compiti tra autorità competente del fondo monetario, da un lato, e autorità competente del gestore del fondo stesso, dall'altro. In particolare, l'autorità competente del fondo deve vigilare sul rispetto sia delle disposizioni del presente regolamento relative alle politiche di investimento, alla gestione del rischio, alla valutazione delle attività e agli strumenti di gestione della liquidità, sia degli obblighi previsti dai documenti interni ai fondi stessi (regolamento del fondo, atto costitutivo, prospetto di investimento). Quanto al gestore del fondo, invece, la relativa autorità competente deve vagliare l'adeguatezza dei meccanismi e dell'organizzazione predisposta dallo stesso al fine di conformarsi agli obblighi e alle norme sulla costituzione e sul funzionamento dei fondi monetari gestiti¹⁰⁰. Particolare enfasi viene, inoltre, riposta sull'utilizzo della denominazione «*fondo monetario*»: ai sensi dell'art. 38, par. 5, del regolamento, le autorità competenti devono controllare che soltanto i fondi di investimento che sono conformi al nuovo regolamento europeo in esame possano legittimamente utilizzare la designazione di «*fondo monetario*» nella corrispondenza ufficiale e, più precisamente, nei documenti preposti alla commercializzazione delle quote presso il pubblico degli investitori.

In secondo luogo, al fine di rendere tale vigilanza efficace, l'art. 39 del regolamento, in aggiunta ai poteri comunque attribuiti alle autorità competenti dalle direttive UCITS e AIFM¹⁰¹, conferisce alle autorità di vigilanza sui fondi

¹⁰⁰ Art. 38, par. 4, del regolamento.

¹⁰¹ Art. 98, direttiva 2009/65/UE (c.d. UCITS) e art. 46 della direttiva 2011/61/UE (c.d. AIFMD), i quali stabiliscono in maniera pressoché speculare che le autorità di vigilanza sugli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR) hanno il potere di: a) accedere a qualsiasi documento; b) richiedere informazioni alle persone fisiche; c) eseguire ispezioni in loco; d) richiedere le registrazioni esistenti delle comunicazioni telefoniche; e) imporre la cessazione di qualsivoglia pratica contraria alle disposizioni della normativa di riferimento; f) domandare il blocco o il sequestro dei beni; g) chiedere la temporanea interdizione dell'esercizio dell'attività professionale; h) ordinare alle società di investimento e alle società di gestione autorizzate o ai

monetari la facoltà di: (i) chiedere l'accesso a qualsiasi documento e ricevere o acquisire copia degli stessi; (ii) imporre ai fondi monetari, o a qualsiasi persona collegata alle attività dei fondi stessi, la comunicazione tempestiva di determinate informazioni; (iii) eseguire ispezioni *in loco*; (iv) adottare, in generale, tutte le misure in grado assicurare il rispetto del presente regolamento; (v) ordinare l'interruzione di qualsiasi comportamento che possa integrare una violazione della normativa di riferimento¹⁰². L'art. 41 del regolamento, a sua volta, prevede che le autorità competenti del fondo monetario e/o del relativo gestore, nel rispetto del principio di proporzionalità, possano revocare l'autorizzazione all'operatività come fondi monetari in caso di violazione delle norme in tema di composizione degli attivi, diversificazione del portafoglio, dichiarazioni non veritiere, valutazione della qualità creditizia, *governance*, documentazione o trasparenza.

Infine, a chiusura del capo VIII relativo alla vigilanza, l'art. 43 del regolamento in esame fissa disposizioni in tema di cooperazione tra autorità a vario titolo competenti a vigilare sul rispetto del presente testo normativo. Nello specifico, il paragrafo 1 stabilisce che, qualora l'autorità competente sul fondo monetario sia diversa da quella competente sul relativo gestore, entrambe cooperino tra di loro, scambiandosi ad esempio dati e notizie raccolte nella rispettiva attività di vigilanza, al fine di esercitare in maniera efficiente le

depositari di fornire informazioni; i) adottare ogni accorgimento necessario ad assicurare che le società di investimento, le società di gestione e i depositari continuino a rispettare gli obblighi della presente direttiva; j) ordinare, nell'interesse del pubblico dei risparmiatori, la sospensione dell'emissione, del riacquisto o del rimborso delle quote; k) revocare l'autorizzazione rilasciata agli organismi di investimento collettivo, alle società di gestione o ai depositario; l) riferire fatti all'autorità giudiziaria; m) autorizzare i revisori dei conti o gli esperti a procedere a verifiche o indagini.

¹⁰² Nel sistema normativo predisposto dal nuovo regolamento in tema di fondi monetari, il legislatore europeo ha ritenuto opportuno non stabilire norme specifiche in tema di sanzioni, o altre misure applicabili, in caso di violazione dello stesso. Ed invero, ai sensi dell'art. 40 del regolamento, è rimesso agli Stati membri stabilire l'entità e il procedimento di applicazione sulle sanzioni e/o sulle altre misure applicabili in caso di violazione del regolamento in esame, a condizione che vengano rispettati i principi di efficacia, proporzione e carattere dissuasivo della repressione amministrativa eventualmente applicabile nel caso concreto.

competenze a essi assegnate dalla normativa di riferimento¹⁰³. Del pari, ai sensi dei paragrafi 2 e 3 dell'articolo in esame, in conformità al regolamento UE di istituzione dell'ESMA¹⁰⁴, quest'ultima autorità collabora con le autorità di vigilanza nazionale per l'esercizio delle funzioni indicate nella nuova disciplina europea in tema di fondi monetari. Al riguardo, allo scopo di identificare violazioni del regolamento in esame e porvi rimedio, le autorità nazionali competenti e l'ESMA si scambiano informazioni e documentazione rilevanti per

¹⁰³ Per quanto riguarda l'ordinamento italiano, l'art. 6 del TUF attribuisce alla competenza prevalente della Banca d'Italia gli aspetti attinenti alla vigilanza macroprudenziale sui gestori di OICR (SGR, SICAV e SICAF). Nello specifico, l'art. 6, comma 1, lett. a) del TUF riconosce alla Banca d'Italia il potere di disciplinare, sentita la Consob, gli obblighi delle SGR in tema di adeguatezza patrimoniale, contenimento del rischio e partecipazioni detenibili, nonché l'informativa da rendere al pubblico sulle stesse materie: in argomento, cfr. G. GASPARRI, *I nuovi assetti istituzionali della vigilanza europea sul mercato finanziario e sul sistema bancario*, cit., p. 61 e ss. il quale, partendo dal presupposto che in tema di gestione collettiva del risparmio vige il regime di separazione patrimoniale tra il patrimonio dei fondi comuni di investimento e quello della SGR, afferma come la supervisione sui gestori di fondi comuni non possa essere assimilata alla vigilanza macroprudenziale tipica degli altri intermediari finanziari (che, come noto, sono intrinsecamente esposti al rischio che il valore delle loro passività ecceda l'importo delle attività). Sicché, la vigilanza sui fondi comuni di investimento dovrebbe: (i) focalizzarsi esclusivamente sulle condotte dei gestori, al fine di valutare se quest'ultimi rispettino le regole di trasparenza, diligenza e correttezza stabilite a tutela delle posizioni economiche degli investitori-quotisti; (ii) essere primariamente inquadrata nell'ambito della vigilanza esercitata dalla Consob. In riferimento ai primi dibattiti sull'attribuzione alla Consob o alla Banca d'Italia dei poteri di controllo sulla gestione dei fondi comuni di investimento, si vedano le analisi di R. COSTI, *Fondi comuni di investimento. Profili organizzativi*, in *Banca borsa tit. di credito*, 1984, fasc. 3, p. 277 e ss. il quale osserva che la vigilanza sui gestori di fondi comuni di investimento non può limitarsi al rispetto delle regole di trasparenza, bensì dovrebbe ricomprendere al suo interno il controllo sulla liquidità e stabilità del gestore, con la conseguenza che «essendo attribuita alla Consob la tutela della trasparenza del mercato mobiliare e alla Banca d'Italia la cura della liquidità e stabilità del sistema degli intermediari finanziari, era naturale, anche se non necessario, attribuire il relativo potere alla Banca d'Italia».

¹⁰⁴ Regolamento (UE) n. 1095/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 24 novembre 2010, che istituisce l'Autorità europea di vigilanza (Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati), modifica la decisione n. 716/2009/CE e abroga la decisione 2009/77/CE della Commissione (GU L 331 del 15.12.2010, pag. 84).

l'esercizio delle proprie funzioni di vigilanza, mentre le autorità competenti degli Stati membri responsabili del rilascio di provvedimenti di autorizzazione e/o vigilanza nei confronti dei fondi monetari ubicati nei rispettivi territori comunicano informazioni alle autorità competenti degli altri Stati membri in cui tale patrimonio conoscitivo possa essere rilevante per la sorveglianza e l'intervento sulle attività transfrontaliere eventualmente svolte.

9. Prime reazioni al nuovo regolamento europeo in tema di fondi monetari

La riforma europea in esame è entrata in vigore nel mese di luglio 2017, cioè 20 giorni dopo la pubblicazione del testo legislativo nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione europea, ma ha iniziato a produrre effetti giuridici sul suolo europeo soltanto in data 21 luglio 2018, in guisa da concedere all'industria di riferimento il tempo necessario all'adeguamento al nuovo quadro disciplinare ad essi applicabile¹⁰⁵.

Secondo alcuni osservatori di mercato, l'applicazione a pieno regime della nuova disciplina avrebbe rafforzato l'importanza del ruolo riconosciuto alle dimensioni effettive dei fondi monetari, fino al punto tale da costringere i fondi di

¹⁰⁵ Cfr. Art. 47 del regolamento, in cui si specifica, tuttavia, che le disposizioni relative alla delega alla Commissione circa l'adozione di atti delegati che consentano: (i) l'identificazione delle cartolarizzazioni e ABCP semplici trasparenti e standardizzate; (ii) la specificazione dei requisiti qualitativi e quantitativi di liquidità e di qualità creditizia applicabili alle operazioni di acquisto con patto di rivendita; (iii) l'integrazione dei criteri per la valutazione della qualità creditizia del portafoglio titoli; (iv) la fissazione di norme tecniche per la trasmissione di informazioni alle autorità competenti, producono effetti a decorrere dal 20 luglio 2017. In data 10 aprile 2018, la Commissione europea ha, in effetti, onorato la delega in esame, pubblicando il regolamento delegato UE 2018/990 che modifica e integra il regolamento (UE) 2017/1131 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le cartolarizzazioni e le *commercial paper* garantite da attività (ABCP) semplici, trasparenti e standardizzate (STS), i requisiti per le attività ricevute nel quadro di operazioni di acquisto con patto di rivendita e le metodologie di valutazione della qualità creditizia. In particolare, ai sensi del testo normativo in esame, la Commissione ha ulteriormente specificato, da un lato, le caratteristiche che le cartolarizzazioni, le ABCP e le operazioni di acquisto con patto di rivendita devono necessariamente avere al fine di assumere lo *status* di attività finanziarie compatibili con il portafoglio titoli di un fondo monetario e, dall'altro lato, ha chiarito i criteri qualitativi e quantitativi da prendere in considerazione nella valutazione della qualità creditizia degli strumenti finanziari detenuti in portafoglio.

entità medio-piccola a optare verso progetti di consolidamento con altri operatori economici. Al riguardo, si sosteneva che i nuovi requisiti prudenziali individuati dal legislatore europeo comportassero costi di adeguamento al rinnovato dettato normativo che difficilmente potevano essere sostenuti da fondi monetari non inclusi all'interno di gruppi societari stabilmente attivi sul mercato del finanziamento a breve termine¹⁰⁶.

A giudizio di altri esponenti dell'industria di riferimento, il nuovo regolamento in tema di fondi monetari presentava delle lacune che meritavano di essere risolte prima dell'applicazione della normativa in esame anche ai fondi di investimento già operativi nel mercato delle attività finanziarie a breve termine. Ai sensi dell'art. 44 del regolamento, questi ultimi avrebbero, infatti, dovuto presentare una specifica domanda di autorizzazione a operare sotto la nuova qualifica di «*fondi monetari*» entro il 21 gennaio 2019, ovvero mutare la propria politica di investimento in senso difforme rispetto a quella istituzionalmente perseguita dai suddetti fondi. In tale contesto, in assenza di un quadro normativo chiaro e puntale, sussisteva il rischio che i gestori dei fondi monetari avrebbero potuto intraprendere operazioni economiche la cui conformità al dettato normativo sarebbe potuta venire meno in un secondo momento¹⁰⁷. Più esattamente, l'oggetto del contendere tra industria dei fondi monetari e autorità regolatorie europee era rappresentato dalla prassi di mercato di eliminare quote di partecipazione ai fondi monetari al fine di preservare, anche in una congiuntura di mercato caratterizzata da tassi di interesse bassi e/o negativi, il NAV costante per azione o quota. Attraverso la cancellazione di quote, infatti, i gestori dei fondi monetari potevano artificialmente preservare il valore nominale delle quote offerte, evitando in particolare di aggiornare in senso negativo il prezzo di rimborso o emissione delle quote in caso di riduzione del valore di mercato delle attività finanziarie sottostanti. Pur in assenza di una specifica disposizione nel nuovo regolamento, la

¹⁰⁶ J. THOMPSON, *New rules for Europe's €1.3tn money market fund sector*, in *Financial Times*, 21 July 2018.

¹⁰⁷ In riferimento al nodo della cancellazione delle quote di partecipazione ai fondi monetari come espediente per mantenere costante il valore delle quote di partecipazione ai suddetti fondi cfr. J. THOMPSON, *Brussels rules out share-cancellation mechanism for money market funds*, in *Financial Times*, 1 August 2018.

Commissione europea aveva, tuttavia, affermato che la c.d. «*share destruction*» utilizzata dai fondi monetari CNAV non sarebbe stata più consentita sotto la vigenza della nuova disciplina europea¹⁰⁸. Alla luce di tale interpretazione innovativa, alcune autorità di vigilanza nazionali avevano iniziato a chiedere ufficialmente alle rispettive industrie di adottare procedure in grado di conformarsi tempestivamente al nuovo divieto di cancellazione delle quote¹⁰⁹. La situazione di *impasse* venutasi così a creare è stata, infine, risolta dal legislatore europeo mediante un'estensione di due mesi della *deadline* originariamente prevista per la conformità al nuovo regolamento in tema di fondi monetari¹¹⁰.

10. La crisi Covid19 e nuove proposte di riforma

Lo *shock* subito dal mercato finanziario statunitense in seguito all'emergere della crisi da Covid19¹¹¹ ha prodotto i suoi effetti anche nel Vecchio Continente, incentivando in particolare gli investitori europei a prendere di nuovo possesso del denaro previamente allocato sul mercato dei capitali (c.d. *dash for cash*), e alimentando con ciò una stretta di liquidità simile a quella avutasi in seguito alla crisi dei mutui *subprime*¹¹². Quanto all'industria del risparmio gestito, le autorità nazionali competenti hanno fin da subito chiesto informazioni ai gestori vigilati in merito alla capacità di soddisfare le richieste di fuoriuscita dai patrimoni amministrati e, in particolare, agli strumenti di gestione della liquidità eventualmente attuati. A titolo esemplificativo, al fine di monitorare in tempo reale l'emergere di crisi di liquidità, le autorità di vigilanza francesi e tedesche

¹⁰⁸ Letter of Valdis Dombrovskis, Vice-President of the European Commission, Subject: Implementation of the Money Market Funds Regulation - your letter dated 20 July 2018, Brussels, October 2018, document reperibile al seguente indirizzo: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/ref.ares20185093685_letter_from_ec_to_esma_on_implementation_of_mmf_regulation.pdf.

¹⁰⁹ A. MOONEY, *Key European watchdogs signal the end of 'share destruction'*, in *Financial Times*, 26 November 2018.

¹¹⁰ S. RIDING, *Fund groups gain reprieve from EU money market rules*, in *Financial Times*, 12 January 2019.

¹¹¹ Cfr. al riguardo il Cap. 3, § 6.

¹¹² R. HENDERSON, R. WIGGLESWORTH, *Asset managers rocked by record bond fund outflows*, in *Financial Times*, 20 March 2020.

hanno aumentato la raccolta di dati e notizie quotidiane sulle richieste di riscatto avanzate dai quotisti di fondi di investimento di tipo aperto, e una politica di raccolta di informazioni di tipo speculare è stata prontamente attivata anche dalle autorità competenti irlandesi e lussemburghesi¹¹³.

In tale quadro, l'industria dei fondi monetari europei ha rappresentato un *unicum* nel contesto internazionale atteso che le autorità di vigilanza competenti, in conformità anche all'art. 35 del nuovo regolamento, non sono intervenute mediante alcun tipo di sostegno esterno pubblico. In effetti, a differenza del mercato statunitense, i fondi monetari europei hanno superato il panico dovuto alla chiusura coatta dell'economia globale soltanto attraverso l'utilizzazione di risorse interne, evitando al riguardo la richiesta e/o lo sfruttamento di qualsiasi tipo di facilitazione creditizia da parte di soggetti terzi, e senza procedere alla sospensione delle richieste di rimborso delle quote¹¹⁴. Questa particolare resilienza a scenari di mercato avversi è stata spiegata da alcuni analisti di mercato sulla base di tre considerazioni: in primo luogo, si è sostenuto che i fondi monetari europei sono meno sensibili rispetto agli equivalenti statunitensi ai cambiamenti delle soglie di liquidità che ogni patrimonio gestito è tenuto a rispettare; in secondo luogo, è stato rilevato che i fondi monetari localizzati in Europa sono maggiormente stabili poiché utilizzati in via prioritaria da clienti istituzionali; infine, si è sottolineato che gli investitori europei, essendo ormai abituati a investire in un mercato dei capitali caratterizzato da tassi di interesse negativi, hanno reagito alle recenti turbolenze finanziarie con minore enfasi rispetto agli investitori extra-UE¹¹⁵.

¹¹³ C. FLOOD, S. RIDING, *European regulators ramp up scrutiny of investment fund liquidity*, in *Financial Times*, 20 April 2020, in cui si afferma che nel giro di un mese dallo scoppio della crisi finanziaria, circa 76 fondi di investimento (in prevalenza fondi immobiliari o fondi obbligazionari ad alto rischio) sono stati costretti a sospendere le proprie richieste di rimborso delle quote per mancanza di adeguate disponibilità liquide.

¹¹⁴ IOSCO, *Money Market Funds during the March-April Episode*, Thematic Note, OR03/2020, November 2020, documento disponibile al seguente indirizzo: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD666.pdf>.

¹¹⁵ A. MOONEY, S. RIDING, *Mutual funds face scrutiny over systemic importance*, in *Financial Times*, 19 March 2020.

Senonché, sulla spinta delle richieste di rimborso comunque avanzate dagli investitori durante il mese di marzo 2020, il legislatore europeo ha iniziato a sostenere la necessità di rimettere mano alla normativa applicabile ai fondi monetari operanti nel mercato unico. In particolare, secondo il pensiero dell'ESMA e dell'*Autorité des Marchés Financiers* francese, il nuovo regolamento in tema di fondi monetari non aveva adeguatamente evitato il rischio che l'ammontare delle richieste di rimborso avanzate dagli investitori europei nei confronti dei fondi stessi raggiungesse livelli in grado di alimentare una crisi di liquidità su larga scala e un effetto-contagio sull'intero mercato finanziario¹¹⁶. Sicché, anche alla luce della clausola di revisione contenuta nell'art. 46 del regolamento sopra citato¹¹⁷, una delle soluzioni concretamente percorribili è stata individuata in una nuova riforma dei fondi monetari europei che fosse idonea a rafforzare la capacità del mercato di riferimento ad affrontare notevoli pressioni al rimborso delle quote¹¹⁸. Più esattamente, nel mese di marzo 2021, l'ESMA ha deciso di avviare una consultazione pubblica su una serie di alternative disciplinari che potrebbero, in visione prospettica, ridurre la vulnerabilità dei fondi monetari a improvvise fughe degli investitori dai rispettivi patrimoni gestiti in monte¹¹⁹. In primo luogo, quanto alla sospensione delle richieste di rimborso delle quote, l'Autorità europea si è prefissata il compito di esaminare come questo strumento di gestione della liquidità possa in concreto operare in situazioni di *stress* sul mercato del finanziamento a breve termine e se l'applicazione in concreto di tale strumento debba essere slegata dal rispetto di eventuali requisiti prudenziali¹²⁰. La preoccupazione del regolatore europeo è, infatti, rappresentata

¹¹⁶ C. FLOOD, *EU plots new money market rules after virus-induced ructions*, in *Financial Times*, 26 March 2020.

¹¹⁷ L'art. 46, par. 1, del regolamento recita testualmente che «*entro il 21 luglio 2022, la Commissione riesamina l'adeguatezza del presente regolamento dal punto di vista sia prudenziale che economico, previa consultazioni con l'ESMA [...]».*

¹¹⁸ S. RIDING, *EU sets sights on money market fund reform*, in *Financial Times*, 18 October 2020.

¹¹⁹ ESMA, *Consultation Report, EU Money Market Fund Regulation – legislative review*, ESMA34-49-309, 26 March 2021, documento disponibile al seguente indirizzo: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma34-49-309_cp_mmf_reform.pdf.

¹²⁰ *Ivi*, p. 25.

dal fatto che le sospensioni al diritto di fuoriuscita da un fondo in crisi, invece che ristabilire condizioni di stabilità finanziaria, possano anticipare una corsa al riscatto delle quote¹²¹. In secondo luogo, l'ESMA si è domandata se anche i fondi monetari debbano ricorrere all'applicazione di c.d. *swing pricing*, cioè meccanismi di tutela degli investitori aventi un orizzonte temporale a lungo termine avverso i costi di liquidità legati a richieste di rimborso delle quote provenienti da quotisti più «impazienti». Attraverso tale meccanismo, infatti, il gestore di un fondo monetario sarebbe legittimato a trasferire i costi di liquidità legati, per esempio, alla vendita di attività finanziarie in portafoglio ai quotisti uscenti i quali, dal canto loro, vedrebbero il valore del relativo investimento oscillare sulla base dei costi di intermediazione subiti dal fondo stesso¹²². In terzo luogo, il regolatore europeo si è interrogato sulla riforma delle tipologie di fondo monetario presenti sul mercato, chiedendosi in particolare se fosse opportuno eliminare completamente i fondi monetari CNAV, ovvero convertire forzatamente questi fondi nella tipologia VNAV, oppure ancora riformare soltanto i fondi LVNAV, preservando l'operatività dei fondi a NAV costante¹²³. Infine, l'autorità europea del mercato dei capitali si è posta il quesito sull'opportunità di eliminare il divieto di supporto esterno ai fondi monetari in difficoltà contenuto nell'art. 35 del nuovo regolamento. La *ratio* sottostante tale dubbio è stata rinvenuta, da un lato, nella considerazione che la normativa attuale non sembra garantire quella flessibilità operativa che è, viceversa, necessaria in caso di crisi di liquidità e, dall'altro lato, nella constatazione che il mantenimento del divieto in esame disallineerebbe oltremodo la normativa europea dalla omologa disciplina statunitense che, al riguardo, non prevede alcun divieto di supporto esterno¹²⁴.

¹²¹ In senso conforme si v. P. G. DUNNE, R. GIULIANA, *Do liquidity limits amplify money market fund redemptions during the COVID crisis?*, in *ESRB Working Paper Series*, No 127 / October 2021, documento disponibile al seguente indirizzo: <https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/wp/esrb.wp127~b73bc97c49.en.pdf?4bf6bce1c8725add32d0a35cadcb67>.

¹²² ESMA, *Consultation Report, EU Money Market Fund Regulation – legislative review*, cit., p. 26 e ss.

¹²³ *Ivi*, p. 29 e ss.

¹²⁴ *Ivi*, p. 31 e ss.

In data 14 febbraio 2022, in seguito alla chiusura della fase di consultazione pubblica avviata, l'ESMA ha pubblicato un *final report* in cui ha esternato la propria posizione circa le opzioni di modifica del regolamento sui fondi monetari da sottoporre alla Commissione europea, la quale, a sua volta, dovrà valutare l'*an* e il *quantum* di una revisione della disciplina di riferimento¹²⁵. In particolare, quanto alla modifica delle disposizioni concernenti i fondi monetari aventi un valore delle azioni o quote costanti, l'ESMA ha proposto di: (i) eliminare la connessione tra strumenti di gestione della liquidità (*liquidity fee, gates*) e livello di liquidità del portafoglio, attuando un'abrogazione totale dell'art. 34 del regolamento; (ii) escludere la possibilità di utilizzo del metodo di valutazione del costo ammortizzato per i fondi LVNAV ex art. 29, par. 7, del regolamento¹²⁶. In riferimento ai requisiti di liquidità di portafoglio, l'Autorità di regolazione europea del mercato dei capitali ha consigliato, da un lato, di imporre l'obbligo di predisposizione di almeno uno strumento di gestione della liquidità per ogni fondo monetario, inserendo nel relativo *toolbox* anche gli strumenti dello *swing pricing* e delle *anti-dilution levies*, e, dall'altro lato, di allentare i *buffer* di liquidità da utilizzare in caso di *stress* del mercato finanziario, procedendo al contempo a una ricalibrazione degli stessi al fine di renderli utilizzabili anche in chiave anticiclica¹²⁷. Per quanto riguarda, invece, riforme trasversali al bilancio di un fondo monetario, l'ESMA ha suggerito di migliorare le disposizioni di riferimento in tema di obblighi informativi e implementazione di *stress test*¹²⁸, nonché di circostanziare adeguatamente il raggio di azione del divieto di supporto esterno contenuto nell'art. 35 del regolamento¹²⁹.

¹²⁵ ESMA, *Final Report, ESMA opinion on the review of the Money Market Fund Regulation*, ESMA 34-49-437, 14 February 2022, documento disponibile al seguente indirizzo: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma34-49-437_finalreportmmfreview.pdf.

¹²⁶ *Ivi*, pp. 18 e 19.

¹²⁷ *Ivi*, p. 20.

¹²⁸ *Ivi*, p. 29.

¹²⁹ *Ivi*, p. 30, riprendendo sul punto le affermazioni contenute in un precedente *Statement* dell'ESMA avente ad oggetto proprio una chiarificazione sulla corretta interpretazione del divieto di supporto esterno: cfr. al riguardo ESMA, *Public Statement, Actions to mitigate the impact of COVID-19 on the EU financial markets – External support within the meaning of Article 35 of the*

Come affermato nel capitolo precedente, il presente lavoro si prefigge di effettuare una comparazione tra le normative in tema di fondi monetari attualmente in vigore nel contesto europeo e statunitense; pertanto, la proposta di riforma avanzata dall'ESMA non sarà oggetto di uno specifico approfondimento.

MMF Regulation, ESMA34-39-1096, July 2020, documento disponibile al seguente indirizzo:
https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma34-39-1096_esma_statement_mmf_art35.pdf.

CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE

1. Analisi comparata

I sistemi giuridici presi in esame nel presente lavoro hanno rivelato un approccio alla regolamentazione dei fondi monetari parzialmente variegato, in cui disposizioni in buona sostanza identiche per *ratio legis* e contenuto di merito si alternano a normative aventi un taglio alquanto diverso. Una delle ragioni del presente *status quo* è, anzitutto, rinvenibile nel metodo adottato dagli Stati Uniti e dall'Europa per disciplinare il mercato mobiliare. In particolare, nel suolo statunitense la protezione dell'investitore in strumenti finanziari si è costantemente fondata sulla diffusione di informazioni dettagliate in merito ai profili di rischio insiti nelle varie opzioni offerte sul mercato. Questo aspetto è stato traslato anche nella disciplina dei fondi monetari la quale, oltre a specifiche disposizioni in tema di limitazione del rischio di portafoglio, impone attualmente ai relativi gestori la pubblicazione, su base giornaliera, di informazioni esaustive sulle attività finanziarie detenute, sui processi di valutazione del portafoglio gestito, sull'eventuale discrepanza tra prezzo costante e valore di mercato delle quote di partecipazione, nonché sui risultati degli *stress test* effettuati. Al contrario, l'ordinamento euro-unitario è stato storicamente calibrato su una protezione degli investitori in valori mobiliari basata, in via principale, sulla fissazione di limiti alle politiche di investimento perseguibili dai gestori di patrimoni, mentre la *disclosure* di informazioni rilevanti ha svolto un ruolo da comprimario. A ben vedere, la nuova disciplina europea in tema di fondi monetari si occupa diffusamente delle politiche di investimento perseguibili e degli strumenti di gestione dei rischi di portafoglio, relegando invece le disposizioni sugli obblighi informativi nei confronti dei singoli e delle autorità di vigilanza ai capi finali del regolamento. In secondo luogo, con riferimento all'organizzazione interna del settore dei fondi monetari, mentre nel contesto statunitense questa tipologia di fondo comune di investimento ha sempre assunto i connotati di un prodotto omogeneo, all'interno dell'Unione europea lo *status* di relativa omogeneità definitoria è stato raggiunto soltanto tramite il recente regolamento

UE n. 2017/1131. In precedenza, infatti, il termine «fondo monetario» non era in grado di identificare univocamente uno specifico prodotto di investimento, bensì veniva utilizzato per indicare una soluzione di investimento del denaro a breve termine avente connotati nazionali e livelli di rischiosità differenti all'interno dei vari Stati membri. Come verrà indicato nel prosieguo, la stratificazione del concetto di fondi monetari così prodotta si è riversata, *mutatis mutandis*, sulla duplice nozione di fondo al giorno d'oggi disponibile sul mercato europeo, finendo per assumere connotati *sui generis* a livello internazionale.

Con l'obiettivo di fare chiarezza sulle differenze esistenti, il presente paragrafo propone una comparazione tra i modelli di disciplina dei fondi monetari in vigore negli ordinamenti giuridici statunitensi ed europei. Nel procedere in tal senso, verranno in primo luogo elencate le difformità adottate dai legislatori sopra citati che, nel valorizzare le peculiarità locali, hanno impedito la creazione di condizioni di reale uniformità legislativa. Secondariamente, si analizzeranno le similitudini che, sulla scorta dell'esperienza maturata nel mercato statunitense, il legislatore europeo ha deciso di introdurre anche nel Vecchio Continente al fine di allineare il sistema euro-unitario all'ordinamento giuridico d'oltreoceano.

1.1 Principali differenze

Un'analisi comparata dei regimi normativi istituiti in tema di fondi monetari deve presupporre un confronto preliminare sulle divergenze definitorie e classificatorie presenti tra l'ordinamento statunitense e quello euro-unitario. Ed invero, quanto all'aspetto definitorio, la regolazione statunitense considera il prodotto «fondo monetario» come un fondo di investimento di tipo aperto che investe il patrimonio raccolto presso il pubblico nell'acquisto di strumenti del mercato monetario. Come indicato nel capitolo 3, la *Rule 2a-7* dell'*Investment Company Act* del 1940, introdotta nel 1983 e modificata da ultimo con la riforma del 2014, contiene la disciplina di riferimento dei fondi monetari ubicati negli Stati Uniti, predisponendo al riguardo una normativa prudenziale che trova applicazione nei confronti di tutti i fondi in tal guisa qualificabili. Al contrario, la disciplina vigente in Europa suddivide il settore dei fondi monetari in due macrocategorie: più esattamente, in conformità alle definizioni di fondo monetario

inizialmente formulate dal CESR nel 2010¹, il regolamento europeo in tema di fondi monetari stabilisce una nozione di fondo che si basa su due livelli, ossia sui fondi monetari *a breve termine* e sui fondi monetari *standard*. Sebbene entrambi qualificabili come fondi di investimento che acquistano esclusivamente strumenti del mercato monetario, ciascuna definizione di fondo monetario europeo racchiude al suo interno una propria politica di investimento e, di conseguenza, una specifica normativa prudenziale.

1.1.1 Classificazione

In riferimento, invece, alle divergenze classificatorie, i fondi monetari statunitensi ricevono una catalogazione *ad hoc* in base alla politica di investimento in concreto perseguita. In particolare, i fondi monetari costituiti sul suolo statunitense si suddividono, a loro volta, in: (i) fondi *prime*, ossia fondi di investimento che acquistano titoli di debito provenienti sia dal settore pubblico, sia dal settore privato; (ii) fondi *government*, cioè fondi di investimento che sono legittimati a investire il patrimonio raccolto soltanto in strumenti finanziari di matrice pubblica emessi dal governo centrale; (iii) fondi *municipal*, ossia fondi di investimento che investono le rispettive disponibilità liquide in titoli di debito emessi dalle amministrazioni pubbliche locali (stati federali, contee, città)². Al contrario, i fondi monetari europei non vengono, a loro volta, ripartiti in base alle politiche di investimento perseguite, ma sulla base dei prezzi di rimborso delle quote di partecipazione. Nello specifico, i fondi monetari ubicati e/o commercializzati sul suolo europeo possono essere ripartiti in: (i) fondi VNAV, cioè fondi di investimento che offrono un valore delle quote variabile in quanto dipendente dall'andamento di mercato delle attività sottostanti; (ii) fondi CNAV, ossia fondi di investimento che si impegnano a mantenere costante il prezzo di emissione e/o rimborso delle quote di partecipazione; (iii) fondi LVNAV, cioè fondi di investimento a bassa volatilità che in presenza di determinate condizioni possono anch'essi offrire un valore delle quote costante³.

¹ Cfr. Cap. II, § 2.

² Cfr. Cap. III, § 3.

³ Cfr. Cap. IV, § 3.

I differenti sistemi definitivi adottati negli Stati Uniti e in Europa producono come conseguenza indesiderata la diffusione di un senso di confusione all'interno della comunità degli investitori. A titolo esemplificativo, alcuni fondi monetari costituiti secondo i dettami del diritto europeo potrebbero essere qualificati diversamente dalle disposizioni imperanti nel sistema giuridico statunitense. Allo stesso tempo, fondi di investimento non-monetari ubicati negli Stati Uniti, al ricorrere di determinate condizioni, potrebbero del tutto legittimamente mutare la propria denominazione ed essere commercializzati in Europa sotto l'effigie di fondi monetari. Oltre a ciò, è doveroso rilevare che le tecniche sottostanti la tassonomia utilizzata all'interno del settore dei fondi monetari difficilmente possono essere comprese al di fuori della cerchia degli addetti ai lavori. A ben vedere, il pubblico degli investitori e parte della stampa specialistica tendono a considerare l'universo dei fondi monetari come soluzioni di utilizzo del contante sostanzialmente simili, trascurando le particolarità contenute nella normativa di riferimento. Quest'ultima ignoranza potrebbe assumere risvolti sistemici nella misura in cui l'emersione di eventuali difficoltà economiche all'interno del settore in esame non consentisse al pubblico degli investitori di discernere il grado di rischiosità assunto dai vari fondi monetari operanti sul mercato. In tal caso, la difficoltà di analisi dello stato di salute dei soggetti operanti all'interno del settore in esame si risolverebbe in una corsa indiscriminata e collettiva alla fuoriuscita dai fondi monetari, e ciò a prescindere dall'effettivo grado di pericolosità insito nei vari fondi.

1.1.2 Gestione dei rischi di portafoglio

Le normative in tema di politiche di investimento e gestione del rischio di portafoglio dei fondi monetari rappresentano un altro di quei settori disciplinari in cui le due normative in esame divergono maggiormente. In effetti, come indicato anche in apertura del presente capitolo, la normativa statunitense in tema di mercato mobiliare si è sempre concentrata sugli obblighi di pubblicazione di informazioni rilevanti, lasciando all'iniziativa economica privata ampia libertà operativa in tema di gestione di portafoglio. La disciplina europea, invece, ha avuto un approccio diametralmente opposto: fin dall'emanazione delle prime

direttive armonizzate in tema di gestione collettiva del risparmio (c.d. direttive UCITS), il legislatore europeo ha riposto notevole interesse nella predisposizione di vincoli alla gestione in monte del portafoglio, stabilendo in particolare precisi limiti per quanto concerne le attività ammissibili, la diversificazione e concentrazione del patrimonio e la durata temporale massima degli strumenti finanziari detenibili. Questa diversità di vedute si è mantenuta anche nelle riforme dei fondi monetari ciclicamente pubblicate negli Stati Uniti e, in misura minore, nell'Unione europea.

Quanto al rischio di credito, la regolamentazione statunitense impone ai fondi monetari di investire il patrimonio raccolto presso il pubblico soltanto in strumenti finanziari che presentano un rischio di credito minimale. A tal proposito, le attività finanziarie ammissibili nel portafoglio di un fondo monetario possono ricomprendere esclusivamente titoli di debito aventi: (i) un intervallo temporale fino alla data di scadenza non superiore a 397 giorni e (ii) un *rating* del merito creditizio elevato. In riferimento quest'ultimo punto, almeno il 97 per cento del portafoglio di un fondo monetario deve essere investito in attività finanziarie aventi il più alto *rating* del credito ottenibile sul mercato. Le valutazioni condotte dalle agenzie di *rating* non escludono, in ogni caso, l'obbligo per i gestori dei fondi monetari di condurre valutazioni interne del rischio di credito del portafoglio⁴. La disciplina europea in tema di rischio di credito limita, invece, in misura ben più incisiva la libertà operativa dei relativi fondi monetari. In particolare, dopo aver indicato specificamente le singole tipologie di attività finanziaria in cui un fondo monetario è autorizzato a investire, il nuovo regolamento europeo impone, anzitutto, ai relativi gestori di investire in strumenti del mercato monetario aventi una scadenza legale e una vita residua pari o inferiore a 24 mesi⁵. In secondo luogo, la disciplina di riferimento stabilisce che i fondi monetari sono tenuti a canalizzare le risorse raccolte in attività finanziarie giudicate di elevata qualità sulla base di procedure di valutazione interna della qualità creditizia: le analisi prodotte dalle agenzie di *rating* esterne possono essere

⁴ Cfr. Cap. II, § 1.

⁵ Cfr. Cap. IV, § 4.1.

utilizzate solo a titolo di mero complemento delle valutazioni qualitative comunemente effettuate internamente dai vari gestori⁶.

Nella lista dei disallineamenti normativi possono essere inserite anche le regole di portafoglio in tema di diversificazione e concentrazione. Nel dettaglio, la nuova *Rule 2a-7* innova le disposizioni sulla concentrazione delle attività finanziarie presenti nel portafoglio dei fondi monetari, stabilendo da un lato che il limite del cinque per cento nei confronti di un singolo emittente debba essere applicato anche in caso di soggetti avvinati da un collegamento societario (c.d. *affiliated entities*) e, dall'altro lato, estendendo il margine del 10 per cento previsto per i prestatori di garanzia anche nei confronti delle società promotrici delle *asset-backed securities* (c.d. ABS). La regola generale prevista dall'ordinamento statunitense rimane, in ogni caso, il divieto di investimento di più del cinque e del 10 per cento del portafoglio gestito rispettivamente in strumenti finanziari emessi o garantiti da un solo soggetto giuridico. Eccezioni a tale disposizione sono previste soltanto per la detenzione di titoli di debito pubblico emessi dall'amministrazione centrale e per gli strumenti finanziari garantiti da attività sottostanti dotate di un *rating* del credito elevato⁷. Nel sistema giuridico europeo, invece, il nuovo regolamento in tema di fondi monetari fissa perentoriamente soglie di investimento distinte per ogni attività finanziaria acquistabile. Più esattamente, un fondo monetario non può canalizzare più del cinque per cento delle proprie attività in strumenti del mercato monetario, cartolarizzazioni e ABCP emessi da una stessa entità e non oltre il 10 per cento del rispettivo patrimonio in depositi costituiti presso uno stesso ente creditizio. Regole ancora più dettagliate sono previste per l'investimento in derivati *over the counter* (c.d. OTC) e per le attività di acquisto con patto di rivendita. In riferimento agli obblighi di concentrazione, il legislatore europeo stabilisce che un fondo monetario non può investire più del 10 per cento del proprio patrimonio in strumenti del mercato monetario, cartolarizzazioni e ABCP emessi da uno stesso operatore economico. In parziale conformità con la regolazione statunitense, i limiti in esame non trovano

⁶ Cfr. Cap. IV, § 4.3.

⁷ Cfr. Cap. III, § 3.4.

applicazione in caso di strumenti finanziari di matrice pubblica⁸. Sulla base delle discrepanze brevemente richiamate, si può quindi affermare che i fondi monetari statunitensi ed europei sono legittimati ad assumere rischi di credito differenti, e ciò sulla base sia della qualità creditizia da onorare, sia delle percentuali previste per la diversificazione e concentrazione di portafoglio. In riferimento a quest'ultimo punto, peraltro, l'altro aspetto degno di menzione attiene al differente grado di specificità della normativa applicabile: mentre la disciplina imperante negli Stati Uniti stabilisce soglie di diversificazione valevoli per ogni strumento del mercato monetario acquistabile, nell'ordinamento euro-unitario viene imposto il rispetto di limiti diversi per ogni titolo di debito ammissibile nel portafoglio di un fondo monetario. Ne consegue che, a seconda della giurisdizione competente, i fondi monetari possono essere sottoposti a diversi livelli di tecnicismi regolatori, nonché operare sul mercato dei capitali affrontando rischi di credito più o meno ampi.

Il rischio di tasso di interesse viene disciplinato in entrambi gli ordinamenti sulla base del calcolo della vita e scadenza media ponderata degli strumenti presenti in portafoglio; tuttavia, da un punto di vista quantitativo, l'orizzonte temporale massimo dei titoli detenibili subisce delle differenze marcate che riflettono, a ben riflettere, il diverso approccio alla definizione di fondo monetario presente nei due Continenti. Più esattamente, i fondi monetari statunitensi che si impegnano a mantenere un valore delle quote costanti (cioè, attualmente i fondi monetari *governmental*) non possono: (i) mantenere una durata residua contrattuale media (c.d. Weighted Average Life, WAL) del portafoglio superiore a 120 giorni; (ii) osservare una durata residua media (c.d. Weighted Average Maturity, WAM) del portafoglio superiore a 60 giorni⁹. Queste soglie vengono emulate nell'ordinamento europeo soltanto per fondi monetari a *breve termine* che, al riguardo, devono avere una WAM e WAL del portafoglio rispettivamente non superiore a 60 e 120 giorni. I fondi monetari *standard*, invece, godono di una libertà operativa maggiore, potendo gestire portafogli titoli

⁸ Cfr. Cap. IV, § 4.2.

⁹ Cfr. Cap. II, § 1.

con WAM e WAL contenute entro limiti pari a sei e 12 mesi¹⁰. Ne consegue che quest'ultimo tipo di fondo monetario europeo è legittimato ad assumere un rischio di tasso di interesse tre volte superiore rispetto al rischio detenibile da alcuni fondi monetari europei e dall'universo dei fondi monetari statunitensi aventi quote di partecipazione con valore costante. Una diversità così marcata nella regolazione del tasso di interesse, seppur giustificata dalle politiche di investimento perseguibili, rischia di pregiudicare il grado di comprensione del pubblico degli investitori in merito all'effettiva pericolosità dell'universo dei fondi monetari.

Considerazioni simili sono replicabili anche per il rischio di liquidità: entrambi gli ordinamenti giuridici utilizzano tecniche prudenziali di contenimento di tale rischio identiche, basate su criteri di natura qualitativa e quantitativa, ma che differiscono sotto il versante delle soglie in concreto stabilite. Invero, i fondi monetari statunitensi sono tenuti, in primo luogo, a investire almeno il 95 per cento del portafoglio in titoli di debito liquidi, ossia in strumenti finanziari liquidabili entro sette giorni liberi senza decurtazione del relativo valore, mentre il restante cinque per cento può essere allocato in attività finanziarie illiquide. In secondo luogo, la *Rule 2a-7* stabilisce che tutti i fondi monetari ubicati sul suolo statunitense devono investire almeno il 10 e il 30 per cento del patrimonio in titoli aventi rispettivamente una scadenza giornaliera e settimanale o, comunque, in grado di convertirsi in denaro contante entro cinque giorni lavorativi¹¹. Per converso, nell'ordinamento europeo nessun riferimento viene espresso circa la possibilità di investire il patrimonio dei fondi monetari in titoli illiquidi, atteso che la normativa di riferimento impone ai relativi gestori di investire soltanto in determinate attività finanziarie ammesse alla quotazione in un mercato borsistico o in una sede di negoziazione regolata. Secondariamente, quanto alle soglie previste per gli strumenti finanziari aventi scadenza giornaliera e settimanale, il legislatore europeo prevede requisiti diversificati per le diverse tipologie di fondi monetari in concreto costituibili. In particolare, i fondi monetari a breve termine di tipo LVNAV e CNAV che investono in debito pubblico devono investire il patrimonio gestito per almeno il 10 e il 30 per cento del relativo valore in attività

¹⁰ Cfr. Cap. IV, § 5.

¹¹ Cfr. Cap. II, § 1.

aventi, rispettivamente, una scadenza giornaliera e settimanale; i fondi monetari a breve termine di tipo VNAV e i fondi monetari standard godono, invece, di una maggiore libertà operativa, in quanto il patrimonio gestito in monte deve essere investito in titoli aventi una scadenza giornaliera e settimanale per quote pari al 7,5 e al 15 per cento del valore complessivo di portafoglio¹².

Seppur in presenza di differenze quantitative più o meno marcate, le normative esaminate consentono alla stragrande maggioranza dei fondi monetari di onorare richieste di rimborso delle quote per importi pari almeno al 10 per cento del portafoglio in un singolo giorno lavorativo e al 30 per cento del portafoglio per richieste di fuoriuscita avanzate nel corso di una settimana. A ben vedere, fuori dalle ipotesi di eventi di mercato di natura eccezionale, le soglie così ideate consentono ai fondi monetari di soddisfare le obbligazioni di riscatto immediato delle quote sulla base della semplice scadenza naturale delle attività detenute in portafoglio, evitando di fare affidamento sulla presenza di acquirenti nel mercato secondario per reperire liquidità di emergenza.

1.1.3 Esposizioni in valuta estera

Le discipline in esame affrontano in vario modo anche il tema dell'esposizione di portafoglio nei confronti di titoli di debito aventi una valuta diversa rispetto a quella adottata nel territorio della direzione generale e della sede legale del relativo fondo monetario. In contrasto con la tradizione maggiormente incline alla libertà di investimento privata, l'ordinamento statunitense assume sul punto una posizione alquanto restrittiva. Invero, i fondi monetari sottoposti alla *Rule 2a-7*, potendo acquistare soltanto attività finanziarie denominate in dollari americani, non sono autorizzati ad assumere investimenti che includono il rischio di tasso di cambio¹³. Questa disposizione non è transitata nel recente regolamento europeo in tema di fondi monetari. Come noto, il mercato unico europeo ricomprende al suo interno svariate divise che mal si conciliano con l'emanazione di regole che possano limitare gli investimenti di determinati intermediari finanziari ad attività economiche denominate in specifiche valute. Pertanto, i fondi

¹² Cfr. Cap. IV, § 5.

¹³ Cfr. Cap. II, § 1.

monetari europei hanno la possibilità di investire in strumenti finanziari aventi una denominazione valutaria diversa dalla moneta avente corso legale nello Stato membro di origine, potendo acquistare anche attività finanziarie denominate in valute non europee (e.g. dollari americani, sterlina britannica, yen giapponese). Al riguardo, quasi la metà dei fondi monetari attivi sul suolo europeo è attualmente commercializzata sulla base di una divisa estera. Secondo i recenti dati di mercato, infatti, i fondi monetari denominati in euro sono principalmente ubicati in Francia, mentre i fondi offerti in base a una divisa estera sono in via prevalente costituiti in Irlanda e Lussemburgo, laddove si rinvengono la totalità dei fondi monetari commercializzati in dollari americani e/o in sterline britanniche e circa la metà del numero totale di fondi monetari presenti sul suolo europeo¹⁴. In tali casi, al fine di contenere il rischio di tasso di cambio, i fondi monetari europei sono autorizzati a stipulare contratti derivati con funzione di copertura del relativo rischio¹⁵.

1.1.4 Trasparenza

Come ricordato in apertura del presente paragrafo, la diffusione di informazioni al pubblico degli investitori e la comunicazione di dati e notizie alle autorità di vigilanza rappresentano il cardine del diritto del mercato mobiliare statunitense. Per quanto interessa la presente sede, la *Rule 2a-7* dell'*Investment Company Act*, nelle modifiche apportate dall'ultima riforma del 2014, costituisce al riguardo un esempio paradigmatico. In particolare, i fondi monetari statunitensi sono sottoposti a un regime di trasparenza che include, tra le altre cose, la pubblicazione quotidiana di informazioni specifiche sulla gestione in monte del portafoglio, nonché l'invio mensile di *report* e relazioni finanziarie alle autorità competenti. Ed invero, in riferimento alla pubblicazione di informazioni sul portafoglio gestito, la disciplina statunitense prevede che i fondi monetari pubblichino giornalmente sul proprio sito *web* aziendale la percentuale di attività finanziarie aventi una scadenza giornaliera e settimanale presenti in portafoglio, il

¹⁴ ESMA, *Final Report, ESMA opinion on the review of the Money Market Fund Regulation*, ESMA34-49-437, February 2022, pp. 93 e 94.

¹⁵ Cfr. Cap. IV, § 4.1.

bilancio netto giornaliero delle movimentazioni di patrimonio relative all'ultimo semestre contabile e il valore del patrimonio netto per quota sulla base degli andamenti di mercato delle attività sottostanti. Quanto ai prospetti di investimento, al fine di aggiornare la documentazione informativa alle novità introdotte nel 2014, i gestori dei fondi monetari devono attualmente indicare in ogni modulo diffuso presso la clientela la circostanza che l'investimento in fondi monetari può comportare l'emergere di perdite economiche e che, in caso di crisi di liquidità del fondo, il quotista può subire l'applicazione di commissioni di liquidità e/o la sospensione temporanea della facoltà di fuoriuscire dal fondo stesso. Per quanto concerne, infine, la documentazione da inviare alle autorità competenti, in aggiunta alle informazioni che i gestori sono comunque tenuti a rendere pubbliche, queste ultime devono ricevere *report* sulla risoluzione di crisi di liquidità e relazioni specifiche sugli effetti prodotti dall'utilizzo di determinati strumenti di gestione della liquidità.

La normativa europea in tema di trasparenza risulta, invece, maggiormente laconica e, in ogni caso, meno incisiva rispetto all'omologa disciplina statunitense sopra richiamata. Più esattamente, quanto alla diffusione di informazioni al pubblico, il nuovo regolamento europeo in tema di fondi monetari prevede che i gestori di tali fondi comunichino settimanalmente ai propri investitori notizie riguardanti il portafoglio titoli gestito in monte, il totale delle attività finanziarie amministrate e la redditività netta delle attività di gestione. Inoltre, allo scopo di rendere edotto l'investitore medio circa il profilo di rischio dei fondi monetari, la normativa in esame stabilisce che i documenti utilizzati a fini di commercializzazione sottolineino le differenze ontologiche sussistenti tra l'investimento in quote di partecipazione a un fondo di investimento e l'impiego delle disponibilità liquide in depositi bancari. Nel sito *web* aziendale deve essere indicato quotidianamente soltanto il NAV per azione, o quota di ogni fondo monetario, e l'eventuale differenza tra il suddetto valore e il prezzo costante per azione, o quota, offerto in sottoscrizione al pubblico. Nessun obbligo di informazione viene, invece, previsto per quanto concerne utilizzo ed effetti degli strumenti di gestione della liquidità previsti dalla nuova disciplina; il gestore di un fondo monetario è soltanto tenuto a descrivere chiaramente nel regolamento e nel

prospetto informativo le procedure di gestione da attuare in caso di crisi di liquidità. In riferimento all'informativa da rendere alle autorità competenti, i fondi monetari sono tenuti a inviare trimestralmente (o annualmente, in caso di fondi monetari che gestiscono attività finanziarie inferiori a 100 milioni di euro) informazioni variegata che spaziano dal tipo e dalle caratteristiche dei fondi stessi, agli indicatori di portafoglio, dai risultati delle prove di *stress*, alle attività e passività detenute in portafoglio. Unicamente in presenza di fondi LVNAV, le autorità di vigilanza ricevono dati e notizie ulteriori sugli scostamenti di valore di una attività finanziaria calcolati secondo il metodo del costo ammortizzato rispetto al prezzo della stessa attività finanziaria individuato sulla base degli andamenti di mercato, nonché sull'eventuale utilizzazione di commissioni di liquidità e/o sospensioni al rimborso delle quote¹⁶.

Sulla scorta di quanto precede, appare indubbio come i fondi monetari statunitensi operino in un contesto normativo caratterizzato da profondi obblighi di diffusione di informazioni rilevanti agli investitori e alle autorità competenti, mentre i corrispondenti fondi monetari ubicati nell'Unione europea risultano sottoposti a regole di trasparenza aventi un contenuto maggiormente ridotto. Al riguardo, è sufficiente ricordare come in passato, prima del 2017, la normativa europea di riferimento fosse rappresentata esclusivamente dall'obbligo dei gestori di fondi monetari di pubblicare il KIID (*Key Investor Information Documents*) previsto per i fondi di investimento armonizzati dalla direttiva UCITS. La nuova disciplina europea in tema di fondi monetari rappresenta, quindi, un notevole passo avanti nel perseguimento dell'obiettivo legislativo di diffondere presso il pubblico degli investitori notizie e dati precisi sull'andamento economico di tali fondi, in guisa da consentire un monitoraggio tempestivo del settore in esame ed evitare, di conseguenza, l'emergere di improvvise situazioni di panico. Tuttavia, la comparazione con la regolamentazione statunitense mostra che la strada verso una *full disclosure* dei fondi monetari è ancora lontana, in quanto i presidi europei attualmente in vigore non consentono, da un lato, agli *stakeholders* di avere un quadro esaustivo sull'operatività dei fondi monetari in cui hanno investito risorse

¹⁶ Cfr. Cap. IV, § 8.

economiche e, dall'altro lato, non permettono alle autorità di vigilanza di ricevere notizie e dati di mercato effettivamente aggiornati.

1.1.5 Divieto di supporto esterno

L'ultimo aspetto su cui le normative statunitensi ed europee divergono è rappresentato dalla possibilità di ottenere supporti di liquidità esterni in caso di necessità. Mentre l'ordinamento statunitense non ha mai vietato espressamente ai gestori di fondi monetari di ricevere facilitazione creditizie da parte di entità promotrici o da altri soggetti terzi, il nuovo regolamento europeo in tema di fondi monetari vieta a questi ultimi di ricevere alcun tipo di supporto esterno. In particolare, l'art. 35 del regolamento esclude tassativamente che ogni fondo monetario possa ricevere un supporto di liquidità da parte di terzi, e ciò a prescindere dalla circostanza che questi ultimi siano soggetti legati al fondo monetario da rapporti contrattuali più o meno stretti¹⁷.

Nonostante il mercato europeo dei fondi monetari sia nettamente meno importante dal punto di vista sistemico rispetto all'omologo statunitense, il legislatore europeo ha confermato anche in tale caso di adottare una normativa prudenziale ben più incisiva di quella introdotta negli Stati Uniti. In tale contesto, le ragioni che hanno spinto le Istituzione europee ad assumere un approccio particolarmente rigido nei confronti dei fondi monetari, oltre a essere in parte oscure, costituiscono un ostacolo notevole all'ulteriore sviluppo del settore. A ben riflettere, il divieto *ex ante* di qualsiasi forma di aiuto esterno rende il prodotto «fondo monetario» difficilmente commercializzabile all'interno del mercato unico europeo, atteso che gli investitori potrebbero decidere di investire le proprie disponibilità liquide in soluzioni di investimento aventi presidi di garanzia sia interni che esterni.

1.2 Principali somiglianze

Se le normative in tema di fondi monetari introdotte prima negli Stati Uniti e in un secondo momento nell'Unione europea presentano caratteri discrepanti, sotto altro versante sono individuabili similitudini che rendono il contesto

¹⁷ Cfr. Cap. IV, § 7.

normativo in esame pressoché identico. In via di prima approssimazione, uno dei due aspetti in cui è stata raggiunta fin dall'inizio uniformità di vedute è rappresentato dal concetto di fondo monetario come veicolo di gestione collettiva del risparmio che offre una soluzione di investimento delle disponibilità monetarie stabile, prontamente liquidabile e in grado di offrire rendimenti in linea con il mercato monetario. L'altro aspetto che ha costantemente caratterizzato il *modus operandi* dei legislatori statunitense ed europeo si rinviene invece nella necessità di controllare l'agire dei fondi monetari mediante la predisposizione di un *corpus* di norme di matrice prudenziale. Le riforme disciplinari proposte in seguito alla crisi finanziaria del 2007-2008 e, da ultimo, in risposta allo *shock* causato dalla pandemia da Covid-19 dimostrano, in particolare, come l'obiettivo unitario dei regolatori internazionali sia quello di stabilire limiti tangibili alle politiche di investimento perseguibili dai fondi monetari.

Ciò posto, le aree tematiche pacificamente inseribili all'interno della categoria delle somiglianze disciplinari sono quattro e racchiudono profili in parte diversi tra loro. Nello specifico, il primo aspetto su cui si è raggiunta una sostanziale uniformità è sicuramente costituito dai nuovi strumenti di gestione della liquidità introdotti nell'ordinamento statunitense ed europeo rispettivamente con le recenti riforme del 2014 e del 2017. Le commissioni di liquidità e i *gates* rappresentano, a tal proposito, degli esempi emblematici di c.d. *legal transplant*, ossia di fenomeni di diffusione di una norma o di un sistema di istituti da un paese «esportatore» a un altro ricevente. In secondo luogo, i sistemi giuridici in esame richiedono ai fondi monetari operanti nei rispettivi territori di perseguire strategie di portafoglio estremamente conservative, dimostrando il livello di prudenza raggiunto mediante la sottoposizione del portafoglio titoli gestito a periodici *stress test*. In terzo luogo, una totale uniformità legislativa è stata raggiunta anche sotto il versante della disciplina riservata ai fondi monetari commercializzati sulla base di un valore delle quote costante. Come verrà indicato nel prosieguo, al fine di preservare questa particolare tipologia di fondo monetario, le normative post-crisi introdotte negli Stati Uniti e in Europa impongono ai rispettivi gestori di investire il patrimonio amministrato in monte soltanto in titoli di debito di matrice pubblica. Infine, quanto ai criteri di valutazione delle attività, i sistemi giuridici in

esame indicano come primario criterio di analisi degli strumenti finanziari detenuti in portafoglio il *mark-to-market value*, cioè il prezzo di mercato determinato dall'incontro tra la domanda e l'offerta del titolo stesso; il metodo del costo ammortizzato viene, invece, considerato da entrambi gli ordinamenti giuridici in comparazione come uno strumento di valutazione delle attività finanziarie sub-ottimale e, pertanto, utilizzabile soltanto in specifiche ipotesi normative.

1.2.1 Strumenti di gestione della liquidità

La riforma statunitense del 2014 consente ai fondi monetari di imporre una commissione di liquidità fino al due per cento del controvalore delle quote riscattate, ovvero applicare una sospensione generalizzata della facoltà di fuoriuscita dal fondo per un massimo di 10 giorni in un arco temporale di tre mesi. Le condizioni che legittimano l'utilizzo di tali strumenti sono individuate dalla disciplina in esame nella: (i) diminuzione della quota delle attività finanziarie aventi una scadenza settimanale al di sotto del 30 per cento del portafoglio gestito; (ii) attestazione della maggioranza del consiglio di amministrazione, indipendente e non, che le misure così adottate soddisfano pienamente l'interesse del fondo amministrato. Qualora le attività finanziarie aventi una scadenza inferiore alla settimana scendono al di sotto della soglia del 10 per cento del portafoglio gestito, gli amministratori del fondo monetario interessato hanno l'obbligo di imporre a tutte le richieste di rimborso proveniente dalla clientela una commissione di liquidità dell'uno per cento; tuttavia, anche quest'ultima commissione di liquidità può essere evitata se la maggioranza del consiglio di amministrazione considera tale strategia contraria agli interessi del fondo¹⁸.

In senso conforme, il regolamento europeo in tema di fondi monetari stabilisce che nel caso in cui la percentuale di attività aventi una scadenza settimanale scenda al di sotto del 30 per cento del patrimonio gestito e, al contempo, la quota di rimborsi giornalieri inoltrata in un singolo giorno lavorativo superi il 10 per cento delle attività finanziarie amministrare in monte, i consigli di amministrazione dei fondi monetari di tipo CNAV e LVNAV possono

¹⁸ Cfr. Cap. III, § 3.1.

discrezionalmente limitare il diritto di rimborso dei quotisti uscenti mediante una o più delle seguenti misure: (i) commissioni di liquidità paramtrate al costo che il fondo monetario deve sostenere per reperire la liquidità necessaria; (ii) restrizioni al rimborso (c.d. *gates*) che limitino – per un periodo non superiore a 15 giorni lavorativi – la quantità di quote o azioni da rimborsare in qualsiasi giorno lavorativo a un massimo del 10 per cento delle quote o azioni totali del fondo; (iii) sospensione dei rimborsi per un periodo non superiore a 15 giorni lavorativi. Parallelamente all’ordinamento statunitense, qualora la percentuale di attività a scadenza settimanale presenti in portafoglio scenda al di sotto del 10 per cento, il consiglio di amministrazione del fondo monetario interessato ha l’obbligo di applicare ai quotisti uscenti una commissione di liquidità parametrata al costo che il fondo stesso deve affrontare per reperire la liquidità richiesta e/o una sospensione dei rimborsi per un periodo non superiore a 15 giorni, motivando in ogni caso le ragioni delle scelte effettuate e comunicando i dettagli delle decisioni adottate alle autorità competenti¹⁹.

Seppur con lievi modifiche di dettaglio, l’ordinamento euro-unitario si è conformato agli strumenti di gestione della liquidità individuati dal legislatore statunitense come risposta alle fragilità manifestatesi all’interno del settore dei fondi monetari. Ed invero, in entrambi i sistemi giuridici sopra richiamati è presente un allineamento totale sia per quanto riguarda i requisiti in presenza dei quali i gestori dei fondi monetari sono legittimati o obbligati ad applicare presidi di tutela della liquidità, sia in riferimento agli strumenti in concreto utilizzabili per sopassedere pressioni all’uscita. Come è stato indicato nei capitoli precedenti²⁰, questa politica legislativa si è, tuttavia, rivelata alla prova dei fatti non particolarmente lungimirante. Il rischio di subire commissioni e/o sospensioni al rimborso delle quote durante la crisi di liquidità del mese di marzo 2020 ha, infatti, spinto un numero elevato di quotisti a fuoriuscire dal settore dei fondi monetari, acuendo ulteriormente lo stress sul mercato dei capitali dovuto al blocco forzato delle economie mondiali. Alla luce di questa esperienza, le nuove proposte di riforma della disciplina in tema di fondi monetari propongono di riformulare i

¹⁹ Cfr. Cap. IV, § 7.

²⁰ Cfr. Cap. III, § 7 e Cap. IV, § 10.

caratteri costitutivi degli strumenti di gestione della liquidità previamente individuati, ovvero di introdurre altri dispositivi in grado di ridurre gli incentivi alle fughe dal settore in esame (c.d. *run risk*).

1.2.2 *Stress test*

I testi normativi statunitensi ed europei in tema di fondi monetari richiedono ai rispettivi gestori di predisporre modelli e procedure interne di supervisione e controllo dei rischi finanziari insiti nella gestione in monte di un portafoglio. In tale contesto, uno degli strumenti pacificamente individuati dai suddetti legislatori per monitorare, ed eventualmente contenere, il livello dei rischi assunti è stato identificato nella predisposizione di periodici *stress test*.

Il modello statunitense richiede, in particolare, ai gestori dei fondi monetari di valutare periodicamente la capacità di mantenere il proprio patrimonio altamente liquido, monitorando a tal proposito la percentuale di attività finanziarie con scadenza settimanale presenti in portafoglio. In secondo luogo, si richiede all'industria dei fondi monetari in generale di testare il livello di volatilità dei patrimoni gestiti combinando tra loro almeno i seguenti scenari di mercato avversi: (i) aumento dei tassi di interesse offerti nel mercato monetario; (ii) declassamento e/o default di particolari attività finanziarie presenti in portafoglio; (iii) incremento del livello di richieste di rimborso delle quote. Il consiglio di amministrazione dei fondi monetari ha l'onere di analizzare i risultati degli *stress test* contenuti in specifici *report* a ogni riunione a ciò specificamente dedicata, ovvero alla prima data disponibile se le risultanze dei test effettuati impongono di agire tempestivamente.

Parimenti, il legislatore europeo stabilisce che ogni fondo monetario debba effettuare, con cadenza almeno semestrale, prove di *stress* mirate a individuare tutti i possibili cambiamenti delle condizioni generali di mercato che potrebbero incidere negativamente sulla stabilità finanziaria del mercato monetario. Al fine di procedere in tal senso, i gestori dei fondi monetari sono tenuti a prendere in considerazione, tra le altre cose, le variazioni del livello di liquidità presente in portafoglio, le fluttuazioni dei tassi di interesse, le eventuali richieste collettive di riscatto delle quote e, in generale, *shock* macro-sistemici che possono incidere

negativamente sul sistema economico generale. Anche nel contesto europeo, i risultati specifici delle prove eseguite, in aggiunta all'eventuale piano di azione da proporre in caso di emersione di carenze di liquidità, devono essere sottoposti al consiglio di amministrazione del fondo monetario, ovvero, in alternativa, essere inviati al consiglio di amministrazione del gestore del fondo in modo da ottenerne la relativa approvazione²¹.

Sulla base del succinto richiamo alla normativa introdotta nell'ordinamento statunitense ed europeo in tema di *stress test* dei fondi monetari, appare chiaro come queste discipline siano allineate sia sotto il versante procedurale sia su quello sostanziale. Ed invero, i criteri da prendere in considerazione nella modellazione delle prove di resistenza e il ruolo assegnato ai consigli di amministrazione nell'analisi dei relativi *report* risultano pressoché identici nei due sistemi giuridici in esame. Probabilmente, nell'introduzione della disciplina di riferimento, il legislatore europeo ha considerato opportuno non valorizzare le diversità di composizione e funzionamento comunque presenti a livello internazionale all'interno dell'universo dei fondi monetari, preferendo piuttosto assicurare quell'uniformità legislativa che rappresenta il substrato necessario a una maggiore comparazione degli *stress test* effettuati nel Vecchio Continente con quelli eseguiti sul suolo statunitense.

1.2.3 Correlazione tra valore costante delle quote e obbligo di investire il patrimonio in titoli di debito di matrice pubblica

La riforma della *Rule 2a-7* dell'*Investment Company Act* statunitense del 2014 elimina l'eccezione che consentiva a tutti i fondi monetari di offrire quote di partecipazione al fondo al valore costante di un dollaro, imponendo in particolare ai fondi monetari non-governativi di commercializzare le rispettive quote di partecipazione sulla base del valore di mercato delle attività finanziarie detenute in portafoglio. Di conseguenza, a partire dalla data di efficacia della nuova riforma, i fondi monetari governativi sono gli unici veicoli di investimento

²¹ Cfr. Cap. IV, § 5.

legittimati a offrire sul mercato statunitense quote e/o azioni di partecipazione aventi un valore costante di un dollaro²².

Il nuovo regolamento europeo in tema di fondi monetari persegue la stessa strategia appena indicata, consentendo la costituzione di fondi c.d. CNAV soltanto nel caso in cui il relativo gestore investa almeno il 99,5 per cento delle sue attività in strumenti del mercato monetario emessi e/o garantiti da soggetti pubblici. Senonché, questa regola generale subisce nell'ordinamento euro-unitario un'eccezione in presenza di una particolare tipologia di fondi monetari, denominati al riguardo fondi di tipo LVNAV, i quali possono offrire un prezzo di emissione o rimborso delle quote costante pur non essendo condizionati all'acquisto esclusivo di titoli di debito pubblici. In particolare, il legislatore europeo stabilisce che i fondi monetari che hanno una bassa volatilità di mercato possono perseguire una politica di investimento caratterizzata dall'acquisto di tutti gli strumenti del mercato monetario presenti sul mercato e, al contempo, mantenere invariato il NAV per azione e/o quota²³.

A prescindere da quest'ultima peculiarità del sistema giuridico europeo, l'indirizzo innovativo così assunto dai legislatori in seguito alla crisi finanziaria del 2007 permette di svolgere almeno due brevi considerazioni. In primo luogo, l'assenza di fiducia nei confronti dei titoli di debito privati si è risolta *ipso iure* nella modifica di uno dei caratteri costitutivi dei fondi monetari: a ben vedere, l'offerta di quote di partecipazione a prezzo costante ha sempre rappresentato un elemento imprescindibile di questa particolare tipologia di fondo di investimento. Di qui, la valutazione di incompatibilità dei titoli di debito privati con la politica di rimborso offerta da una fetta importante dell'industria dei fondi monetari ha prodotto un mutamento radicale all'interno di tale mercato. In particolare, i fondi monetari dediti all'investimento in strumenti finanziari di matrice privata hanno progressivamente perso quote importanti di mercato, mentre i fondi monetari governativi hanno raddoppiato la loro importanza. Ciò ha avuto come conseguenza immediata l'aumento esponenziale delle risorse monetarie rivolte all'acquisto di titoli di debito pubblico e una corrispondente riduzione di canali di

²² Cfr. Cap. III, § 3.2.

²³ Cfr. Cap. IV, § 3.

finanziamento a breve termine dell'economia reale. In secondo luogo, sotto il versante prudenziale, pare opportuno sottolineare che la fluttuazione obbligatoria delle quote voluta fortemente dai legislatori sopra richiamati non abbia in realtà reso il settore dei fondi monetari maggiormente resiliente. Le corse collettive al rimborso delle quote di partecipazione avutesi in seguito allo scoppio della crisi da Covid-19 si sono manifestate anche nei confronti dei fondi monetari non-governativi. Ne consegue che, oltre ad aver stravolto i caratteri costitutivi dell'industria dei fondi monetari, il parziale divieto di costituzione di fondi aventi quote di partecipazione con valore costante sembra non aver raggiunto l'obiettivo di assicurare adeguati livelli di stabilità finanziaria.

1.2.4 Criteri di valutazione delle attività

Parzialmente connessa al punto precedente è la tematica legata al metodo di valutazione delle attività detenute in portafoglio. Fino al recente passato i gestori dei fondi monetari potevano utilizzare come criterio di calcolo del valore degli strumenti finanziari presenti in bilancio il metodo del costo ammortizzato, cioè potevano contabilizzare le attività finanziarie detenute al relativo costo di acquisizione, correggendo tale valore soltanto per tener conto dell'ammortamento dei premi o degli sconti maturati fino alla scadenza legale del titolo. In tal modo, il valore di patrimonio era al sicuro dalle oscillazioni di mercato, subendo rettifiche di valore solamente in caso di necessità di natura contabile. Alla luce della tendenziale conservazione di un prezzo stabile, questo metodo di calcolo delle attività finanziarie era, in effetti, usato principalmente per garantire il mantenimento di un valore costante delle quote offerte.

L'imposizione di una fluttuazione obbligatoria delle quote di partecipazione ad alcune tipologie di fondi monetari ha inciso anche sulla valutazione delle attività finanziarie detenute in portafoglio. Ed invero, entrambi i legislatori in esame hanno vietato ai fondi monetari con valore delle quote variabile di poter contabilizzare gli strumenti detenuti in portafoglio sulla base del costo ammortizzato. I fondi non-governativi, da un lato, e i fondi monetari c.d. VNAV, dall'altro, sono infatti attualmente obbligati a valutare il patrimonio amministrato in monte tenendo conto del prezzo di mercato delle attività

finanziarie sottostanti (c.d. *mark-to-market*). Soltanto in assenza della possibilità di reperire dati di mercato affidabili, i gestori dei fondi monetari possono ricorrere alla pratica del «*pricing*» di una posizione mediante prezzi determinati da modelli finanziari (c.d. *mark-to-model*).

I fondi monetari governativi possono, invece, continuare a usufruire del metodo di valutazione al costo ammortizzato: la stabilità di valore dei titoli di debito di matrice pubblica ha, infatti, spinto i legislatori statunitense ed europeo a considerare tale opzione di investimento conciliabile con metodi di contabilizzazione delle attività finanziarie basati su criteri alternativi rispetto agli andamenti di mercato. Peraltro, in virtù della possibilità concessa ai fondi monetari di tipo LVNAV di offrire quote di partecipazione a prezzo costante, il legislatore europeo permette anche a tali fondi di utilizzare il metodo di valutazione basato sul costo ammortizzato. In quest'ultimo caso, tuttavia, il metodo del costo ammortizzato può essere utilizzato solamente quando il prezzo delle attività calcolato secondo tale metodo non si discosti dal relativo valore di mercato di oltre 10 punti base; in caso contrario, infatti, il prezzo dell'attività interessata dallo scostamento deve essere valutato secondo criteri di mercato²⁴.

1.3 Critica alla tendenziale uniformità legislativa

Sebbene la comparazione delle normative statunitense ed europea oggetto del presente studio abbia messo in luce alcune differenze disciplinari, gli aspetti più rilevanti delle normative in esame sono sostanzialmente allineati. Come indicato nei paragrafi precedenti, tematiche di primo rilievo come l'applicazione degli strumenti di gestione della liquidità in caso di fondi monetari in crisi, la predisposizione di *stress test*, il divieto di offerta di quote di partecipazione a prezzo costante e le connesse tecniche di valutazione delle attività finanziarie presenti in portafoglio sono regolate in maniera pressoché uniforme in entrambi gli ordinamenti giuridici in esame. Al fine di comprendere la ragione di questo allineamento normativo, è utile richiamare brevemente un passaggio dell'*impact assessment* condotto dalla Commissione europea all'atto della presentazione della

²⁴ Cfr. Cap. III, § 3.2 e Cap. IV, § 6.

proposta di regolamento europeo in tema di fondi monetari²⁵. In particolare, nell'analizzare l'impatto sui paesi terzi della riforma proposta, l'esecutivo europeo affermava in primo luogo che le norme in materia di liquidità e stabilità dei fondi monetari dovessero essere applicate in maniera uniforme al fine di evitare fenomeni di arbitraggio regolamentare e di contagio inter-giurisdizionale. In secondo luogo, con riferimento specifico al rapporto tra Unione europea e Stati Uniti, la Commissione europea rilevava che già dal 2013 era in corso un fitto dialogo con le autorità statunitensi, anch'esse all'epoca impegnate nella seconda riforma post-crisi finanziaria della *Rule 2a-7* dell'*Investment Company Act*, avente per oggetto l'allineamento delle varie fasi della produzione normativa in tema di fondi monetari. Le molteplici operazioni *cross-border* attive tra gli operatori economici operanti su entrambi i lati dell'Atlantico rappresentavano, secondo il pensiero della Commissione europea, un fattore decisivo nella spinta verso la costruzione di un sistema giuridico uniforme a quello imperante nel contesto statunitense²⁶.

In tale contesto, appare necessario domandarsi se la linea politica indicata inizialmente dalla Commissione europea durante la fase di iniziativa legislativa e sviluppata, poi, all'esito della procedura legislativa ordinaria dal Parlamento europeo e dal Consiglio, sia stata adeguata ad affrontare le criticità del settore europeo dei fondi monetari. Allo scopo di rispondere a tale quesito, pare opportuno richiamare alcune osservazioni preliminari sulla struttura del mercato dei fondi monetari statunitense ed europeo. Nel capitolo uno è stato indicato come i fondi monetari siano stati costituiti per la prima volta negli Stati Uniti degli anni Settanta onde consentire alla generalità degli investitori di beneficiare degli elevati tassi di interesse allora presenti sul mercato finanziario. Nel corso degli ultimi 50 anni, il mercato statunitense dei fondi monetari si è costantemente sviluppato, fino ad arrivare alla gestione di circa quattro trilioni di dollari

²⁵ COMMISSIONE EUROPEA, Documento di lavoro dei servizi della Commissione, *Sintesi della Valutazione d'impatto che accompagna il documento Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio sui fondi comuni monetari*, SWD (2013) 316 final, Brussels, 4 September 2013.

²⁶ *Ivi*, p. 7.

provenienti da investitori sia istituzionali che *retail*. E ciò è avvenuto nonostante il settore di riferimento abbia affrontato in questo lasso di tempo diverse fasi economiche recessive, caratterizzate in particolare dal protrarsi di tassi di interesse pressoché pari allo zero e dalle conseguenze prodotte dalla grande crisi finanziaria del 2007-2008, dalle due importanti riforme regolamentari del 2010 e del 2014 e, da ultimo, dallo *shock* economico dovuto alla crisi pandemica. In altri termini, i fondi monetari statunitensi possono essere descritti come uno degli attori del finanziamento a breve termine di primaria importanza, la cui diffusione capillare presso tutti gli investitori (professionali o meno) attivi sul mercato dei capitali americano e, soprattutto, la mole di attività finanziarie gestite giustificano, a ben vedere, la predisposizione di una normativa particolarmente attenta alla rilevanza sistemica di questo settore.

Questa situazione muta radicalmente nel momento in cui si prende in esame la struttura di mercato dei fondi monetari europei. Secondo recenti dati di mercato, il settore europeo dei fondi monetari può essere convenzionalmente diviso in tre parti: nella prima parte si inseriscono i fondi francesi, ossia fondi monetari di tipo VNAV, denominati in euro, che vengono offerti prevalentemente a investitori domestici; il secondo gruppo racchiude al suo interno i fondi monetari ubicati sul suolo irlandese e lussemburghese, cioè fondi di investimento commercializzati in via prevalente in una valuta diversa dall'euro, costituiti nella forma di tipo CNAV e/o LVNAV, e che vengono acquistati in chiave maggioritaria da investitori esteri; il terzo gruppo, infine, ricomprende i fondi monetari autorizzati in altri Stati membri, tipicamente di dimensioni ridotte, che vengono costituiti nella forma VNAV e denominati nelle valute proprie dei vari Stati membri ospitanti. Dal punto di vista quantitativo, il totale delle attività finanziarie gestite dai fondi monetari europei ammonta a circa 1,3 trilioni di euro e la stragrande maggioranza di queste attività sono gestite dai fondi francesi, irlandesi e lussemburghesi. Nello specifico, il mercato irlandese gestisce una quota di mercato pari a circa il 42 per cento, mentre il settore dei fondi monetari lussemburghesi e francesi gestiscono rispettivamente il 26 e il 25 per cento del totale delle attività finanziarie amministrare in Europa. Ne consegue che, più del 90 per cento del mercato europeo dei fondi monetari risulta ubicato in soli tre Stati

membri. Quanto alla natura degli investitori in fondi monetari, sempre secondo i recenti dati di mercato, gli investitori professionali detengono il 90 per cento del totale delle quote di partecipazione ai fondi monetari, mentre gli investitori *retail* possiedono quote di partecipazione minoritarie²⁷.

Alla luce di tale situazione di mercato, ben si comprende come i fondi monetari europei, sebbene attivi sul Vecchio Continente dagli anni Ottanta del Novecento, rappresentino un mercato ancora giovane, di rilevanza non sistemica, e con ampi margini di sviluppo, soprattutto negli Stati membri in cui questi fondi non vengono costituiti, ovvero gestiscono patrimoni di ammontare poco rilevante. Se così è, la domanda da porsi attiene, quindi, all'opportunità di aver adottato una regolamentazione europea sostanzialmente identica a quella ideata negli Stati Uniti per un mercato avente caratteristiche strutturali profondamente diverse. Secondo lo scrivente, la scelta strategica adottata dal legislatore europeo appare meritevole di critica. Ed invero, nella misura in cui le caratteristiche dei fondi monetari e dei relativi investitori differiscono a livello internazionale, un approccio regolatorio c.d. «*one size fits all*» rischia di ignorare le peculiarità locali e, in ogni caso, produce conseguenze di mercato indesiderate. A ben riflettere, i fondi monetari statunitensi ed europei, pur avendo alcuni tratti comuni, presentano aspetti differenti per quanto concerne lo spessore dei mercati monetari in cui operano, la probabilità con cui subiscono corse collettive al rimborso delle quote, la possibilità di ottenere sostegni di liquidità esterni, nonché il grado di commercializzazione delle quote agli investitori al dettaglio. Da ciò deriva che una normativa euro-unitaria che voglia davvero porre rimedio alle fragilità dei fondi monetari operanti sul suolo europeo dovrebbe concentrarsi sui rispettivi aspetti critici, predisponendo al riguardo delle disposizioni che siano, da un lato, maggiormente calibrate al rischio sistemico presente nel settore in esame, e dall'altro, in grado di permettere uno sviluppo virtuoso di questi fondi all'interno di tutti gli Stati membri. D'altronde, l'implementazione del progetto europeo della *Capital Markets Union* dovrebbe passare anche dall'emanazione di normative di livello primario che consentano lo sviluppo di mercati di finanziamento del

²⁷ ESMA, *Final Report, Opinion on the review of the Money Market Fund Regulation*, cit., p. 92

sistema economico alternativi al tradizionale canale bancario, in guisa da ridurre l'eccessivo bancocentrismo presente nell'Europa continentale.

2. Regolamentazioni a tempo determinato

L'altro aspetto comune alle normative in esame che suscita qualche perplessità è rappresentato dall'aumento delle proposte di riforma che ciclicamente vanno a stravolgere il dettato normativo di riferimento previsto in tema di fondi monetari. Una disciplina in costante mutamento mina, in effetti, le possibilità di programmazione economica a medio-lungo termine che ogni operatore economico dovrebbe essere in grado di perseguire e aumenta, al contempo, a livello esponenziale il costo legato alle pratiche di conformità legislativa. Se, da un lato, l'eliminazione di norme inefficaci dal punto di vista economico dovrebbe essere accolta con favore, sotto altro versante, il continuo incremento delle regole di natura prudenziale da rispettare potrebbe, in visione prospettica, limitare il ruolo dei fondi monetari nel finanziamento a breve termine di amministrazioni pubbliche, intermediari finanziari e società commerciali in generale. Questa affermazione è particolarmente veritiera nei casi in cui la posizione dei fondi monetari all'interno del settore finanziario non sia particolarmente sviluppata, ovvero in presenza di condizioni di mercato in cui i margini di guadagno sono in buona sostanza nulli.

Quanto all'ordinamento statunitense, le proposte di riforma avanzate dalla SEC hanno avuto un ritmo pressoché serrato. Più esattamente, dopo il periodo di relativa tranquillità disciplinare avutosi dall'introduzione della *Rule 2a-7* nel corso degli anni Ottanta fino alla crisi dei *mutui subprime* dei primi anni del XXI secolo, il legislatore statunitense ha proposto ben tre diverse riforme disciplinari. Le prime due proposte di modifica della normativa statunitense in tema di fondi monetari sono state adottate nel giro di un lustro, dalla prima risposta normativa post-crisi del 2010 alla più recente, e ancora attuale, riforma disciplinare del 2014, entrata sostanzialmente in vigore nel 2016. L'ultima proposta di riforma della SEC è stata, invece, pubblicata mentre si stava scrivendo il presente lavoro, cioè nel mese di dicembre 2021, e attualmente non è ancora entrata in vigore. In altri termini, soltanto nell'ultimo decennio i fondi monetari statunitensi sono stati

interessati da ben tre riforme strutturali che, a vario titolo, hanno snaturato i caratteri di fondo di tale veicolo di investimento, complicando in maniera sostanziale le condizioni in presenza delle quali tali fondi sono legittimati a investire il denaro raccolto.

Una situazione parzialmente simile si rinviene anche all'interno dell'Unione europea in cui la disciplina pubblicata nel 2017 entrerà ufficialmente nella sua fase di revisione nella seconda parte del 2022 e, al riguardo, una specifica proposta di modifica è già stata avanzata nel mese di febbraio 2022 dall'ESMA. Come raccontato nel capitolo due, prima dell'emanazione di tale regolamento europeo, la disciplina di riferimento in tema di fondi monetari era contenuta soltanto nelle linee guida sulla definizione di fondo monetario europeo adottate dal CESR (organismo europeo da alcuni anni sostituito dall'ESMA) nel 2010, mentre ogni Stato membro aveva al suo interno una propria normativa nazionale. Da allora, però, la situazione è cambiata notevolmente e l'emanazione della prima regolamentazione uniforme avente ad oggetto i fondi monetari non ha interrotto il desiderio dei legislatori europei di riformare ulteriormente il settore in esame. Lo *shock* di mercato subito nel mese di marzo 2020 ha, infatti, spinto le istituzioni internazionali ed europee a rimettere mano al *rulebook* nel tempo introdotto per rafforzare la resilienza dei fondi monetari, individuando soluzioni in grado di irrobustire ulteriormente la stabilità dei suddetti fondi²⁸.

Sulla scorta di quanto precede, il quesito che ci si pone attiene alla bontà di una politica legislativa che impone agli operatori economici di adeguarsi prontamente a delle normative aventi un tasso di mutevolezza elevato. A parere di chi scrive, questa inclinazione alla continua ricerca di regole del gioco in grado di evitare il ripetersi di crisi economiche passate sconta l'assenza di una adeguata analisi dei costi e dei benefici che dovrebbe, invece, precedere l'introduzione di nuove discipline di regolazione del sistema economico. A titolo esemplificativo, le recenti istanze di riforma statunitensi ed europee post-covid19 non sembrano tener conto del fatto che i fondi monetari non hanno determinato la crisi di liquidità scoppiata durante il mese di marzo 2020 e non hanno, allo stesso tempo, incentivato la corsa al riscatto delle disponibilità monetarie in precedenza affidate

²⁸ Cfr. Cap. III, § 7 e Cap. IV, § 10.

agli intermediari finanziari (c.d. *dash for cash*). Ciononostante, i legislatori sopra richiamati si sono affrettati ad affermare che i fondi monetari necessiterebbero di nuovi presidi prudenziali avverso il rischio di *run*, indicando puntualmente le tematiche regolatorie su cui le riforme del settore dovranno concentrarsi.

Secondo il pensiero dello scrivente, ogni proposta di modifica del *framework* disciplinare previsto per i fondi monetari dovrebbe, tuttavia, valutare attentamente la possibilità che gli investitori decidano di abbandonare un mercato ormai eccessivamente regolato, preferendo allocare le proprie disponibilità liquide in altre soluzioni di investimento più redditizie. La comprensione delle intenzioni e del comportamento degli investitori nel mercato monetario dovrebbe, infatti, essere considerato un aspetto di primo rilievo: la fiducia nel corretto funzionamento delle negoziazioni in valori mobiliari non si fonda soltanto su normative tendenti a limitare il rischio di portafoglio dei fondi monetari, bensì attraverso la diffusione di informazioni chiare e puntuali sulla rischiosità dei patrimoni amministrati. In tale contesto, la futura normativa applicabile al settore in esame dovrebbe perseguire l'obiettivo di non ridurre eccessivamente la libertà dei gestori di patrimoni in occasione di situazioni di *stress* sul mercato finanziario e, soprattutto, non compromettere la viabilità di una soluzione di gestione del contante di fondamentale importanza per il sistema economico. In caso contrario, l'intero universo dei fondi monetari potrebbe scomparire sotto il peso di una regolamentazione ormai opprimente, a tutto vantaggio di opzioni di investimento della liquidità meno regolamentate e, perciò, maggiormente esposte al rischio di causare crisi sistemiche.

3. L'importanza di una disciplina *ad hoc*

La strategia normativa seguita per disciplinare i fondi monetari statunitensi ed europei non presenta soltanto criticità, ma anche caratteri di notevole importanza. In questa sede preme sottolineare soprattutto la scelta di aver disciplinato il fenomeno dei fondi monetari mediante la predisposizione di normative settoriali aventi come oggetto esclusivo l'operatività dei suddetti fondi. A ben vedere, fin dalla fine del secolo precedente, regolatori e studiosi della materia avevano in più occasioni caldeggiato l'opzione di disciplinare i fondi

monetari attraverso una regolamentazione para-bancaria. A sostegno di questa tesi si affermava come la stabilità del sistema economico fosse minacciata dall'operatività di fondi di investimento che, pur svolgendo un'attività di trasformazione delle scadenze simil-bancaria, non fossero, tuttavia, soggetti al rispetto di requisiti di capitale, operassero al di fuori di adeguati meccanismi di vigilanza, e, infine, agissero normalmente in assenza di una rete di assicurazione pubblica. In assenza di una disciplina prudenziale di natura bancaria, i fondi monetari non potevano, quindi, garantire la preservazione di un valore nominale delle quote stabile e, al contempo, assicurare pronta liquidità del patrimonio gestito²⁹.

Diverse proposte disciplinari presentate dopo la crisi finanziaria del 2007-2008 avevano, in effetti, consigliato di estendere il campo di applicazione della normativa bancaria anche ai fondi monetari. Sulla scia delle proposte internazionali di riforma del sistema bancario ombra, nel contesto statunitense si era proposto di eliminare i fondi monetari aventi valore delle quote costanti, ovvero, qualora ciò non fosse stato possibile, di sottoporli a una sorta di licenza simil-bancaria³⁰. In senso conforme, la proposta di regolamento europeo della Commissione europea aveva suggerito di sottoporre i fondi monetari a NAV costante a un requisito di capitale pari al tre per cento delle attività gestite in monte³¹. I legislatori sopra richiamati ritenevano, in buona sostanza, che i fondi monetari che si impegnavano a mantenere costante il valore delle quote offerte al pubblico fossero meritevoli di presidi prudenziali ben più incisivi di quelli tradizionalmente adottati per la gestione collettiva del risparmio e, soprattutto, in linea con le tecniche di contenimento dei rischi di intermediazione creditizia previste per il settore bancario.

Senonché, le prime risposte regolatorie post-crisi finanziaria hanno cercato di garantire una maggiore resilienza e stabilità dei fondi monetari mediante la predisposizione di regole specifiche per l'industria del risparmio gestito. Gli interventi in esame hanno interessato, in particolare, una revisione dei presidi di

²⁹ Cfr. Cap I, § 4.3.1.

³⁰ Cfr. Cap III, § 1.

³¹ Cfr. Cap. IV, § 1.

liquidità che, in seguito al crollo del *Reserve Primary fund*, si erano dimostrati inefficaci a contenere le improvvise richieste di rimborso delle quote. Questo approccio è stato seguito anche nel secondo, e ultimo, «*round*» disciplinare che ha interessato l'universo dei fondi monetari statunitensi ed europei. Le riforme esaminate nei capitoli due e tre hanno, in effetti, consolidato la scelta originaria di assumere una posizione normativa «intermedia» tra una trasformazione strutturale del settore dei fondi monetari e un contenimento dei rischi connessi all'attività di trasformazione delle scadenze propria dei fondi in esame. In conformità ai presidi di tutela previsti per il mercato mobiliare, la normativa in tema di fondi monetari attualmente in vigore contiene disposizioni che stabiliscono requisiti di qualità creditizia e di liquidità del portafoglio e obblighi di divulgazione al pubblico dell'andamento economico dell'attività di gestione in monte del patrimonio; nessuna norma derivante in senso stretto dal mondo della regolazione bancaria è stata, pertanto, estesa anche al settore dei fondi monetari.

Questo approccio normativo merita un giudizio positivo: ogni riforma del mercato finanziario dovrebbe sempre riconoscere l'importanza rivestita dalle forme di intermediazione svolte al di fuori del sistema bancario tradizionale. Se condotta in maniera appropriata, l'intermediazione finanziaria non-bancaria può rappresentare un'alternativa fondamentale agli istituti bancari nella funzione di finanziamento dell'economia reale. A ben vedere, la diversificazione delle fonti di finanziamento consente, da un lato, ai soggetti economici in *deficit* di beneficiare di maggiori risorse da impiegare nelle rispettive attività di produzione e/o scambio, e dall'altro lato, eleva il grado di competizione tra le entità disposte a fornire credito. Al contrario, in un sistema economico in cui la funzione creditizia viene svolta soltanto da una singola tipologia di operatore, sia esso bancario o appartenente al mercato dei capitali, la mancanza di varietà riduce la quantità e qualità del credito offerto all'economia reale, e al contempo eleva i costi legati alla stipula di contratti di finanziamento. In tale contesto, la scelta dei legislatori statunitense ed europeo di evitare una omologazione normativa tra fondi monetari e banche non può che essere accolta positivamente. Ed invero, la difesa della dignità disciplinare dei fondi monetari ha permesso a questi ultimi di non scomparire sotto l'ombrello del comparto bancario, bensì di continuare a operare

nel mercato finanziario in parallelo agli altri intermediari finanziari sulla base di una normativa prudenziale che, pur in presenza di alcune storture meritevoli di essere corrette, alla prova dei fatti ha tendenzialmente ridotto la suscettibilità del settore a fenomeni di corse collettive al rimborso.

4. Un'alternativa da proporre

Come anticipato in chiusura del paragrafo precedente, le normative introdotte nell'ordinamento giuridico statunitense ed europeo in tema di fondi monetari non sono avulse da criticità che hanno drasticamente ridotto l'obiettivo legislativo di rendere il settore di riferimento maggiormente resiliente a turbolenze finanziarie. A titolo esemplificativo, l'esperienza vissuta dai mercati finanziari nel mese di marzo 2020 ha messo in mostra come alcune modifiche contenute nelle riforme emanate negli Stati Uniti e nell'Unione europea, rispettivamente nel 2014 e nel 2017, non hanno contenuto entro convenienti limiti la debolezza dei fondi monetari a improvvise richieste di rimborso, ma hanno incentivato ulteriormente il pubblico degli investitori a fuoriuscire da tali fondi in anticipo rispetto all'applicazione di determinati strumenti di gestione della liquidità. Altre disposizioni normative, pur non avendo spinto i quotisti a chiedere il riscatto delle proprie quote, hanno seriamente compromesso la capacità dei fondi monetari di onorare le proprie obbligazioni di conversione pressoché immediata delle quote in denaro contante. Anche alla luce di tale situazione, tra la fine del 2021 e l'inizio del 2022, i legislatori sopra citati hanno provveduto a formulare delle specifiche ipotesi di riforma che, secondo il pensiero dei rispettivi proponenti, dovrebbero finalmente rafforzare la capacità di resistenza dei fondi monetari a congiunture di mercato caratterizzate da eventi eccezionali³². Ciò posto, nella consapevolezza che il dettato normativo in esame sarà comunque oggetto di imminenti stravolgimenti, in quest'ultimo paragrafo si proverà a fornire alcune proposte di revisione delle attuali storture della normativa europea, indicando in particolare tre modifiche legislative che, a parere di chi scrive, potrebbero migliorare la stabilità dei fondi monetari. La scelta di focalizzarsi sulla normativa in vigore nel contesto europeo trova fondamento soltanto in considerazioni di vicinanza geografica: essendo il

³² Cfr. Cap. III, § 7, e Cap. IV, § 10.

presente lavoro prodotto in Italia, è sembrato conveniente fornire in tale sede degli spunti di riflessione specifici per il mercato unico europeo.

La prima modifica normativa che il legislatore europeo dovrebbe attuare attiene a una revisione della disciplina di riferimento in tema di commissioni di liquidità e sospensioni temporanee delle richieste di fuoriuscita da un fondo. Come indicato nel capitolo quattro, il recente regolamento europeo in tema di fondi monetari ha collegato indissolubilmente l'applicazione di questi strumenti di gestione della liquidità alla variazione del numero di attività finanziarie liquide presenti in portafoglio³³. Più esattamente, si è stabilito anzitutto che nel caso in cui la percentuale di attività aventi una scadenza settimanale scenda al di sotto del 30 per cento del patrimonio gestito e, al contempo, la quota di rimborsi giornalieri inoltrata in un singolo giorno lavorativo superi il 10 per cento delle attività finanziarie amministrate in monte, il consiglio di amministrazione del fondo monetario interessato può discrezionalmente limitare il diritto di rimborso dei quotisti uscenti mediante le sopra citate commissioni di liquidità e/o attraverso sospensioni temporanee della facoltà stessa di fuoriuscita. In secondo luogo, qualora la percentuale di attività a scadenza settimanale presenti in portafoglio scenda al di sotto del 10 per cento, il consiglio di amministrazione del fondo monetario interessato ha l'obbligo di applicare ai quotisti uscenti una commissione di liquidità e/o una sospensione dei rimborsi per un periodo non superiore a 15 giorni.

Le modalità applicative degli strumenti di gestione della liquidità così ideate hanno mostrato la loro pericolosità durante il recente *shock* di mercato causato dagli effetti economici della pandemia da Covid-19. In effetti, il rischio di subire un *vulnus* delle proprie pretese economiche in caso di riduzione della liquidità presente in portafoglio ha spinto gran parte dei risparmiatori a chiedere il rimborso delle proprie quote prima che il portafoglio titoli dei fondi monetari si avvicinasse alle soglie limite del 30 o del 10 per cento. Pertanto, in una sorta di eterogenesi dei fini, le misure che avrebbero dovuto permettere ai gestori dei fondi monetari di sopassedere richieste collettive di rimborso si sono rivelate, alla

³³ Cfr. Cap IV, § 7.

prova dei fatti, dei meccanismi in grado di aumentare la pressione alla fuoriuscita dai fondi in difficoltà.

In tempi non sospetti, gli studiosi più attenti avevano rilevato che tecniche di disincentivo al rimborso delle quote subordinate all'emersione di situazioni di difficoltà finanziaria non avrebbero eliminato il *run risk*, bensì lo avrebbero semplicemente anticipato al periodo immediatamente precedente una crisi economica (c.d. *preemptive run*). Più esattamente, era stato ben puntualizzato come divieti di fuoriuscita da un intermediario e/o commissioni di liquidità la cui applicazione dipendesse dalla manifestazione di fenomeni di instabilità finanziaria non escludevano o disincentivano la generalità degli investitori a esercitare il rispettivo diritto di recesso, ma si risolvevano *sic et simpliciter* in una spinta per i quotisti più informati a evitare l'applicazione di tali strumenti, chiedendo in concreto il rimborso delle quote nell'arco temporale presumibilmente precedente l'emersione di *stress* di mercato³⁴.

Alla luce di quanto precede, le disposizioni del regolamento europeo in tema di fondi monetari disciplinanti le commissioni di liquidità e la sospensione del diritto di rimborso delle quote dovrebbero essere riviste al fine di sganciare l'applicazione di tali strumenti da qualsiasi riferimento alla situazione di liquidità del portafoglio³⁵. In tal senso, si potrebbe per esempio concedere ai gestori dei fondi monetari maggiore libertà nell'utilizzazione degli strumenti di gestione della liquidità, consentendone il ricorso sulla base di un'analisi caso per caso dell'andamento economico del fondo gestito. Al riguardo, l'articolo del regolamento europeo di riferimento potrebbe essere riformato eliminando le condizioni che attualmente vincolano oltremodo la libertà operativa dei gestori (*id est*, riduzione del livello di liquidità presente in portafoglio). In tale contesto, il nuovo articolo 34 dovrebbe semplicemente affermare che, in caso di necessità, il gestore di un fondo monetario in difficoltà informa immediatamente il suo consiglio di amministrazione, il quale procede a una valutazione dettagliata del

³⁴ Cfr. Cap. III, § 1.

³⁵ In senso conforme si vedano le analisi di N. BRANZOLI, A. MIGLIETTA, L. ZUCHELLI, *Areas of reform of the MMF regulatory framework: an overview and potential options*, in *Notes on Financial Stability and Supervision*, No. 25, Banca d'Italia, June 2021, p. 10.

caso onde determinare la strategia da adottare, tenendo presenti gli interessi economici degli investitori, e decide se applicare commissioni di liquidità parametriche al costo che il fondo stesso dovrebbe affrontare per liquidare in tempi rapidi le attività presenti in portafoglio (c.d. *swing pricing* o *anti-dilution levies*), ovvero restrizioni al rimborso che limitino la quantità di quote o azioni da rimborsare in un qualsiasi giorno lavorativo. L'assenza di condizioni oggettive in presenza delle quali il gestore di un fondo monetario può ricorrere all'applicazione di strumenti di gestione della liquidità, scongiurando le possibilità di anticipazione delle misure di emergenza in astratto applicabili, impedirebbe, a ben vedere, al pubblico degli investitori di assumere comportamenti opportunistici. In ogni caso, allo scopo di assicurare adeguata trasparenza, l'esercizio di tale facoltà dovrebbe essere indicato nei prospetti informativi consegnati alla clientela interessata all'investimento in fondi monetari e la procedura da seguire per applicare gli strumenti di gestione della liquidità dovrebbe essere esplicitata nel regolamento del fondo. Parimenti, al fine di non ridurre l'importanza insita nella preservazione di adeguati livelli di liquidità, il legislatore europeo dovrebbe istituire un meccanismo in base al quale, una volta conclusa la fase di turbolenza finanziaria, le autorità di vigilanza possano comunque chiedere ai gestori dei fondi monetari di ristabilire – entro un orizzonte temporale ragionevole – le soglie di liquidità di portafoglio eventualmente utilizzate per onorare le richieste di rimborso.

La seconda revisione del regolamento europeo in tema di fondi monetari che si auspica in tale sede attiene al divieto di supporto esterno *ex art. 35*. Come ricordato anche nel paragrafo 1.1.4 del presente Capitolo, l'ordinamento europeo vieta ai fondi monetari di ricevere qualsiasi tipo di facilitazione creditizia, diretta o indiretta, da parte di soggetti esterni allo stesso che abbia come fine il mantenimento di adeguati presidi di liquidità del fondo, ovvero la stabilità del valore nominale delle azioni o delle quote offerte. La ragione di tale divieto trova fondamento nell'obiettivo legislativo di evitare che l'eventuale crisi di liquidità di un fondo monetario possa diffondersi ad altri intermediari finanziari, integrando un'ipotesi di contagio deleteria alla salvaguardia di adeguati livelli di stabilità finanziaria. Questa presa di posizione del legislatore europeo, pur essendo in

astratto condivisibile, da un punto di vista concreto risulta viziata per una duplice serie di motivazioni. In primo luogo, non appare convincente l'ipotesi che la crisi di liquidità di un fondo monetario europeo possa compromettere la situazione di bilancio del soggetto promotore, ovvero di un'altra società collegata al fondo stesso, che volesse fornire un supporto esterno. Invero, il settore europeo dei fondi monetari occupa una quota di mercato del finanziamento a breve termine sostanzialmente minoritaria, l'ammontare complessivo delle attività finanziarie gestite in monte superano di poco il trilione di euro ed è attualmente diffuso soltanto in tre Stati membri. Di conseguenza, le richieste di supporto che un fondo monetario europeo in difficoltà dovesse rivolgere all'esterno difficilmente potrebbero trasmettere esternalità negative tali da manifestare crisi sistemiche. Del resto, l'esperienza empirica ci conferma che dal loro ingresso nel mercato dei capitali euro-unitario, i fondi monetari non hanno mai dichiarato *default*, né hanno innescato crisi di liquidità di natura macroprudenziale. In secondo luogo, il divieto in esame non risulta giustificabile neanche a livello comparato: l'ordinamento europeo rappresenta sul punto un *unicum* a livello internazionale atteso che la *Rule 2a-7* dell'*Investment Company Act* statunitense, per esempio, non contiene una disposizione simile. Se il legislatore americano non si è mai preoccupato di introdurre un divieto di supporto esterno per i fondi monetari operanti all'interno del relativo sistema giuridico, il quesito che ci si pone attiene alla convenienza di aver introdotto questo divieto in un mercato almeno quattro volte più piccolo di quello statunitense. A ben considerare, una sperequazione disciplinare di tal fatta produce due effetti: da un lato, attribuisce ai fondi monetari statunitensi il vantaggio competitivo di poter commercializzare quote di partecipazione che, in caso di necessità, possono beneficiare di aiuti esterni; dall'altro lato, ostacola oltremodo le possibilità di sviluppo capillare del mercato europeo dei fondi monetari.

A ulteriore riprova delle difficoltà pratiche e giuridiche che il divieto di supporto esterno provoca sul suolo europeo è sufficiente ricordare che il 9 luglio 2020, nella cornice delle azioni istituzionali volte a mitigare l'impatto economico della crisi sanitaria da Covid-19, l'ESMA ha dovuto pubblicare un *public*

statement per fare chiarezza sull'ambito di applicazione del divieto in esame³⁶. In particolare, l'Autorità europea ha affermato che i fondi monetari possono instaurare relazioni contrattuali con controparti affiliate o collegate; tuttavia, al fine di non rientrare nel divieto di supporto esterno *ex art. 35* del regolamento, le condizioni contrattuali del relativo rapporto giuridico devono essere pattuite secondo le normali condizioni di mercato e la controparte contrattuale non deve intrattenere rapporti soltanto con il fondo monetario con cui è affiliata.

In tale contesto, si propone, quindi, di rimodulare il divieto di supporto esterno predisposto dal legislatore europeo nei confronti dei fondi monetari così da permettere anche a questi ultimi di beneficiare di un presidio di tutela ulteriore avverso il rischio di liquidità insito nelle operazioni di trasformazione delle scadenze. Al riguardo, le opzioni normative concretamente perseguibili potrebbero essere due. Secondo la prima alternativa, sulla scia dell'ordinamento statunitense, si potrebbe semplicemente eliminare qualsiasi riferimento al divieto di ricorrere a fattispecie di supporto esterno, rimettendo questa possibilità all'autonomia negoziale delle parti. In tal modo, oltre a garantire un *level playing field* internazionale, verrebbe concessa agli operatori privati totale libertà nella ricerca e predisposizione di soluzioni di liquidità esterna. Questa opzione consentirebbe, inoltre, ai fondi monetari di assumere piena responsabilità per le decisioni intraprese sia nei confronti dei propri quotisti, sia del mercato finanziario in generale. Invero, l'assenza sul punto di qualsivoglia ruolo di coordinamento e/o di direzione da parte delle autorità di vigilanza consentirebbe ai gestori dei fondi monetari di agire come gli unici soggetti a cui attribuire la titolarità delle scelte compiute.

Nella seconda opzione, invece, l'art. 35 non verrebbe completamente stracciato dal regolamento europeo sui fondi monetari, ma verrebbe riformulato con il fine di esplicitare in positivo le condizioni che consentirebbero a un fondo

³⁶ ESMA, *Public Statement, Actions to mitigate the impact of COVID-19 on the EU financial markets – External support within the meaning of Article 35 of the MMF Regulation*, ESMA34-39-1096, 9 July 2020, documento disponibile al seguente indirizzo: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma34-39-1096_esma_statement_mmf_art35.pdf.

monetario in difficoltà di beneficiare di un intervento esterno di natura privata. Più esattamente, prendendo spunto dal documento dell'ESMA sopra citato, si potrebbe inserire all'interno dell'art. 35 un elenco di operazioni economiche che, tenendo conto dei vari interessi in gioco, consentirebbero di raggiungere un equo bilanciamento di tutte le posizioni giuridiche chiamate in causa.

A parere dello scrivente, la soluzione ottimale dovrebbe essere individuata nella prima opzione: in caso di crisi conclamata, il gestore di un fondo monetario dovrebbe trovarsi nelle condizioni di poter ovviare alla situazione di difficoltà tramite l'individuazione della prima alternativa di mercato in grado di soddisfare l'interesse primario degli investitori. A ben riflettere, considerata la delicatezza propria di una fase di illiquidità, qualsiasi limitazione non giustificata dell'iniziativa privata del gestore potrebbe compromettere irrimediabilmente il ritorno *in bonis* di un fondo monetario. In un tale quadro, appare quindi difficile sostenere che l'implementazione della seconda soluzione, riducendo la flessibilità negoziale dei fondi monetari, possa consentire ai relativi gestori di risolvere prontamente una crisi di liquidità.

L'ultima proposta disciplinare che si indica come possibile oggetto di riforma dei fondi monetari europei riguarda l'introduzione di una rete pubblica di protezione esterna di natura permanente. Più esattamente, i fondi monetari dovrebbero beneficiare di un programma pubblico di acquisto titoli che, in caso di crisi di mercato caratterizzate, in particolar modo, dall'assenza di soluzioni private, consenta comunque ai relativi gestori di ottenere liquidità di emergenza tramite la vendita alla controparte pubblica di attività finanziarie presenti in portafoglio. Questo progetto normativo trova fondamento nella convinzione che in caso di panico l'unico presidio prudenziale davvero in grado di calmare i mercati sia rappresentato dalla funzione di prestatore di ultima istanza storicamente garantita dalle Banche centrali. In altri termini, la regolamentazione finanziaria di natura prudenziale non è di per sé in grado di eradicare fenomeni di *run* indirizzati verso intermediari che trasformano passività raccolte a vista in attività finanziarie aventi un orizzonte temporale più ampio: soltanto una commistione equilibrata tra regole di contenimento del rischio e ruolo attivo delle Banche centrali nell'offerta di liquidità può, da un lato, assicurare il mantenimento di adeguati livelli di

stabilità finanziaria e, dall'altro, evitare il diffondersi di esternalità negative verso l'economia reale.

Invero, come indicato nel capitolo due, in seguito al crollo di *Lehman Brothers*, i legislatori statunitense ed europeo hanno cercato di individuare nuovi strumenti in grado di scongiurare il ripetersi di episodi diffusi di fughe dall'universo dei fondi monetari. Al riguardo, si è proposto, da un lato, di imporre la fluttuazione obbligatoria delle quote di partecipazione ai fondi monetari non-governativi e, dall'altro lato, di prevedere l'introduzione di commissioni di liquidità e/o sospensioni temporanee del diritto di fuoriuscita condizionate dal livello di liquidità presente in portafoglio. Il panico prodotto dalla recente, e ancora attuale, emergenza sanitaria ha, tuttavia, messo in mostra come i presidi prudenziali post-crisi finanziaria nel tempo introdotti non abbiano risolto il problema di fondo legato alla naturale predisposizione degli investitori a fuoriuscire dal mercato finanziario in caso di crisi di fiducia. La storia della legislazione bancaria, d'altronde, ci insegna che le c.d. «corse agli sportelli bancari» si sono placate soltanto in occasione dell'introduzione dell'assicurazione pubblica dei depositi bancari³⁷. Considerato che dal punto di vista economico le richieste di rimborso delle quote dei fondi monetari sono sostanzialmente equivalenti al ritiro delle disponibilità liquide depositate su un conto corrente bancario, ci si domanda se non sia ragionevole predisporre una soluzione simile anche per l'universo dei fondi monetari. In quest'ultimo settore, infatti, la crisi di fiducia provocata dall'incertezza della pandemia da Covid-19 ha spinto un numero consistente di investitori a richiedere il riscatto delle proprie quote nella convinzione che il persistere del blocco dell'economia avrebbe impedito, *pro-futuro*, ai fondi monetari di onorare le richieste di rimborso avanzate dai rispettivi quotisti. L'improvvisa mancanza sul mercato della liquidità necessaria a soddisfare la globalità delle richieste di rimborso così avanzate è stata allora sopperita soltanto dall'intervento della *Federal Reserve* che, nel «risolvere» il programma di sostegno dei fondi monetari adottato nel 2008, ha dovuto approvare in via emergenziale il *Money Market Mutual Fund Liquidity Facility*, ossia un

³⁷ G. GORTON, *Misunderstanding Financial Crises: Why We Don't See Them Coming*, Oxford University Press, 2012.

programma di finanziamenti rivolto alle banche statunitensi finalizzato all'acquisto di titoli di debito presenti nel portafoglio dei fondi monetari³⁸.

Due episodi di corse collettive al rimborso delle quote di partecipazione ai fondi monetari nel giro di 12 anni costituiscono un monito per il legislatore a completare la normativa di riferimento con dispositivi di emergenza che possano davvero placare situazioni di panico diffuso. Secondo alcuni studiosi, la mano invisibile del capitalismo non può evitare gli effetti negativi di una crisi finanziaria sistemica: soltanto la mano visibile del settore pubblico può impedire che le turbolenze del mercato finanziario di natura eccezionale si tramutino in ben più gravi recessioni economiche. Se in condizioni di mercato normali una Banca centrale ha il compito primario di abbassare o alzare i tassi di interesse al fine di, rispettivamente, sostenere la crescita economica, ovvero frenare aspettative inflazionistiche, ogniqualvolta la fiducia sul corretto operare del mercato finanziario viene meno e, di conseguenza, l'offerta privata di credito subisce un arresto, la Banca centrale dovrebbe assumere il ruolo di c.d. prestatore di ultima istanza, fornendo liquidità a tutti quegli operatori economici che, pur essendo solventi, non riescono a reperire le disponibilità liquide necessarie a sostenere le rispettive attività di trasformazione delle scadenze. La protezione pubblica predisposta avverso gravi ed eccezionali crisi finanziarie escluderebbe a monte il rischio che il pubblico degli investitori agisca in anticipo, fuoriuscendo in massa dal mercato dei capitali al fine di evitare gli effetti negativi di una crisi sistemica³⁹. In effetti, dal punto di vista empirico, gli episodi di *run* sopra citati che hanno interessato i fondi monetari si sono placati soltanto quando la Banca centrale statunitense ha deciso di fornire garanzie pubbliche a favore dell'acquisto di strumenti finanziari presenti nel portafoglio dei fondi in esame.

Sotto altro versante, al fine di evitare l'assunzione di rischi eccessiva (c.d. *moral hazard*), le condizioni per la concessione di «liquidità di ultima istanza» al settore dei fondi monetari dovrebbero sottostare ai noti criteri elaborati dall'economista inglese Walter Bagehot nella sua famosa opera *Lombard Street*.

³⁸ Cfr. Cap. III, § 6.

³⁹ B. BERNANKE, T. GEITHNER, H. PAULSON, *Firefighting. The Financial Crisis and its Lessons*, London, Profile Books, 2019.

In particolare, secondo Bagehot qualunque prestito di emergenza dovrebbe rispettare due fondamentali regole: (i) le facilitazioni creditizie devono essere concesse soltanto a fronte di un tasso di interesse elevato; (ii) i titoli di debito offerti come sinallagma contrattuale dai soggetti desiderosi di ottenere credito devono godere di elevata qualità creditizia. La ragione sottostante la formulazione di condizioni così gravose si rinviene nella garanzia che il credito di ultima istanza non venga concesso in maniera automatica, ma soltanto in presenza di condizioni che giustifichino l'apertura di tale linea di credito e, in ogni caso, a fronte del pagamento di una commissione sotto forma di tassi di interesse superiori rispetto a quelli reperibili sul mercato. Traslate nel settore dei fondi monetari, i requisiti in presenza dei quali si potrebbe ricorrere al prestito di ultima istanza dovrebbero, anzitutto, comprendere: (i) l'offerta di strumenti del mercato monetario dotati esclusivamente di elevata qualità; (ii) il pagamento di una commissione di transazione sotto forma di una decurtazione percentuale del valore nominale dei titoli offerti come contropartita. Del pari, i fondi monetari desiderosi di usufruire di un meccanismo pubblico di acquisto titoli dovrebbero inoltre contribuire *ex-ante* alla costituzione di un c.d. fondo di garanzia da cui attingere per finanziare, almeno in prima battuta, la concessione di prestiti di ultima istanza. Il contributo privato chiesto per la costituzione di un programma pubblico di acquisto titoli a favore dei fondi monetari dovrebbe essere corrisposto su base annuale ed essere rappresentato da una percentuale delle attività finanziarie gestite in monte dai rispettivi gestori di fondi. La presenza di queste due condizioni dovrebbe ridurre l'azzardo morale dei gestori dei fondi monetari, ossia la tendenza ad agire con minori cautele, facendo affidamento sulla convinzione che, in caso di crisi, le conseguenze del fallimento verrebbero senza dubbio ripianate dal settore pubblico.

Sulla scorta di quanto precede, nel condividere la necessità dell'intervento della «mano visibile» del settore pubblico, in tale sede si suggerisce di introdurre anche per i fondi monetari un supporto di liquidità permanente adatto ad affrontare situazioni di crisi di natura eccezionale. Tramite questo strumento, in caso di necessità, i gestori dei fondi monetari potrebbero vendere le attività finanziarie di elevata qualità presenti in portafoglio direttamente alla Banca

centrale competente, ottenendo così la liquidità occorrente a soddisfare eventuali richieste di rimborso inoltrate dai quotisti e preservando, di conseguenza, la fiducia del pubblico nel corretto operare del mercato monetario. Quanto ai fondi monetari operanti nell'Eurozona, tenuto conto che tale attività rientrerebbe nei compiti di politica monetaria della Banca centrale europea, a parere di chi scrive, la proposta legislativa in questa sede caldeggiata non dovrebbe essere inserita all'interno della disciplina di riferimento in tema di fondi monetari, ma ricompresa in uno dei regolamenti che, ai sensi dell'art. 34 dello Statuto del SEBC, la BCE è competente ad adottare. L'istituzionalizzazione del ruolo della BCE come prestatore di ultima istanza anche nei confronti dei fondi monetari europei consentirebbe, infatti, alla stessa di avere a disposizione uno strumento di preservazione della liquidità in grado di eliminare alla radice le ragioni che spingono gli investitori all'improvviso riscatto delle proprie quote.

BIBLIOGRAFIA

LIBRI E ARTICOLI

- Z. AFTAB, S. VAROTTO, *Liquidity and Shadow Banking*, August 2017
- D. AIKEN, *IMMFs Prove their Worth*, in *Finance Director Europe*, 7 September 2006
- K. ALEXANDER, *Principles of Banking Regulation*, Cambridge University Press, 2019
- A. ANG, N. BOLLEN, *Locked Up by a Lockup: Valuing Liquidity as a Real Option*, in *Financial Management*, 2010, vol. 39, issue 3
- J. ANSIDEI, E. BENGTTSSON, D. FRISON, G. WARD, *Money Market Funds in Europe and Financial Stability*, in *ESRB Occasional Paper Series*, n. 1/2012
- J. AUTHERS, *The Fearful Rise of Markets: Global Bubbles, Synchronized Meltdowns, and How To Prevent Them in the Future*, New Jersey, 2010
- N. BABA, R. MCCAULEY, S. RAMASWAMY, *US Dollar Money Market Funds and Non-US Banks*, in *BIS Quarterly Review*, March 2009
- R. P. BAGHAI, M. GIANNETTI, I. JAGER, *Liability Structure and Risk-Taking: Evidence from the Money Market Fund Industry*, preproof accepted article for *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, June 2021
- V. BAKLANOVA, *A Common Definition of European Money Market Funds: More Clarity or More Confusion?*, 10 March 2010
- V. BAKLANOVA, J. TANEGA, *European money market funds*, in A. NESVETLAILOVA, *Shadow Banking. Scope, Origins and Theories*, Routledge, 2017
- F. BATTAGLIA, M. MAZZUCA, *La Relazione tra attività di cartolarizzazione e liquidità nelle banche italiane. Alcune evidenze empiriche dalla recente crisi finanziaria*, in *Banca Impresa Società*, fasc. n.3/2012
- E. BENGTTSSON, *Investment funds, shadow banking and systemic risk*, in *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 2016, vol. 24, issue 1, pp. 60-73
- B. S. BERNANKE, T. F. GEITHNER, H.M. PAULSON JR., *Firefighting. The Financial Crisis and Its Lessons*, Profile Books, London, 2019
- W. BIRDTHISTLE, *Breaking Bucks in Money Market Funds*, in *Wisconsin Law Review*, No. 5, 2010

- A. BOUVERET, *The shadow banking system during the financial crisis of 2007-08*, in *Shadow Banking. Scope, Origins and Theories*, edito da A. NESVETAILOVA, Routledge, Londra, 2017
- S.A. BRADY, K.E. ANADU, N.R. COOPER, *The Stability of Prime Money Market Mutual Funds: Sponsor Support from 2007 to 2011*, in Federal Reserve, Bank of Boston, Working Paper RPA 12-3, August 2012
- N. BRANZOLI, G. GUAZZAROTTI, *Liquidity Transformation and financial stability: evidence from the cash management of open-end Italian mutual funds*, Banca d'Italia, Working Paper n. 1113, April 2017
- N. BRANZOLI, A. MIGLIETTA, L. ZUCHELLI, *Areas of reform of the MMF regulatory framework: an overview and potential options*, in *Notes on Financial Stability and Supervision*, No. 25, Banca d'Italia, June 2021
- C. BRESCIA MORRA, *Il diritto delle banche*, Bologna, il Mulino, 2016
- M. BULLARD, *Money Market Funds on Life Support*, in *Morningstar*, 3 October 2012
- G. CALABRESI, *Costo degli incidenti e responsabilità civile*, Giuffrè Editore, Milano, 2015
- R. S. CARNELL, J. R. MACEY, G. P. MILLER, *The Law of Financial Institutions*, Fifth Edition, Wolters Kluwer, New York, 2013
- E. CAPOBIANCO, *I contratti bancari*, UTET, Milano, 2016
- L. CAROTA, *Della cartolarizzazione dei crediti*, CEDAM, Padova, 2002
- C. CHEN, M. CIPRIANI, G. LA SPADA, P. MULDER, N. SHAH, *Money Market Funds and the New SEC Regulation*, in *Federal Reserve Bank of New York Liberty Street Economics*, March 2017
- C. CHERNENKO, A. SUNDERAM, *The Quiet Run of 2011: Money Market Funds and the European Debt Crisis*, in *Working Paper Series of Ohio State University*, 2012
- S. CHERNENKO, A. SUNDERAM, *Frictions in Shadow Banking: Evidence from the Lending Behavior of Money Market Mutual Funds*, in *The Review of Financial Studies*, v. 27, n. 6/2014, pp. 1717-1750
- M. CIPRIANI, A. MARTIN, P. MCCABE, B.M. PARIGI, *Gates, Fees, and Preemptive Runs*, in *Federal Reserve Bank of New York Staff Report No. 670*, April 2014
- M. CIPRIANI, J. GORTMAKER, G. LA SPADA, *Monetary Policy Transmission and the Size of the Money Market Fund Industry*, in *Federal Reserve Bank of New York Liberty Street Economics*, 20 November 2019

- M. CIPRIANI, G. LA SPADA, *Investors' Appetite for Money-Like Assets: The Money Market Fund Industry after the 2014 Regulatory Reform*, in *Journal of Financial Economics*, Vol. 140, Issue 1, April 2021
- M. CLARICH, *Populismo, sovranismo e Stato regolatore: verso il tramonto di un modello?*, in *Rivista della regolazione*, fasc. 1, 2018
- M. L. COCHRAN, D.F. FREEMAN, H.M. CLARK, *Money Market Fund Reform: SEC Rulemaking in the FSOC Era*, in *Columbia Business Law Review*, 2015, no. 3, pp. 861-966
- R. COSTI, *Fondi comuni di investimento. Profili organizzativi*, in *Banca borsa tit. di credito*, 1984, fasc. 3
- R. COSTI, *L'ordinamento bancario*, Bologna, Il Mulino, 2012
- R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, Giappichelli, Torino, Undicesima edizione, 2018
- J. CURRY, C. CHEETHAM, T. BARKER, *Run risk in Money Market Funds*, in HSBC Working Paper, 2011
- J. CURRY, C. CHEETHAM, T. BARKER, C. MARTIN, *Liquidity Fee. A proposal to reform money market funds*, HSBC Working Paper, 2011
- R. DE BONIS, A. GIUSTINIANI, G. GOMEL, *Crises and bail-outs of banks and countries: interconnections, analogies, differences*, Banca d'Italia, Research Department, 1999
- N. DOYLE, L. HERMANS, P. MOLITOR, C. WEISTROFFER, *Shadow Banking in The Euro Area: Risks and Vulnerabilities in the Investment Fund Sector*, in *ECB Occasional Paper Series*, n. 174, June 2016
- C. F. DUNBAR, *The Bank of Venice*, in *The Quarterly Journal of Economics*, 1892, pp. 308-355
- J. DUPUY, C. PAGNANO, M. DAVALLA, *SEC Proposes Another Round of Money Market Fund Reforms*, in *National Law Review*, December 2021
- C. FERGUSON, *Predator Nation. Corporate Criminals, Political Corruption, and the Hijacking of America*, Crown Business, New York, 2012
- M. R. FERRARESE, *Prima lezione di diritto globale*, Laterza, Roma-Bari, 2012
- M. P. FINK, *The Rise of Mutual Funds. An insider's view*, Oxford University Press, Oxford, 2008
- M. P. FINK, *Historical Rationale for US Money Market Funds*, in *Money Market Funds in the EU and the US: Regulation and Practice*, edited by V. BAKLANOVA, J. TANEGA, Oxford University Press, 2014

- J. E. FISCH, *The Broken Buck Stops Here: Embracing Sponsor Support in Money Market Fund Reform*, in *North Carolina Law Review*, Vol. 93, Num. 4, 2015
- M. FRIEDMAN, *Studies in the Quantity Theory of Money*, University of Chicago Press, Chicago, 1956
- M. FRIEDMAN, A. SCHWARTZ, *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, Princeton University Press, Princeton (N.J.), 1963
- M. FRIEDMAN, A. SCHWARTZ, *Has Government Any Role in Money?*, in *Journal of Monetary Economics*, 1986, Vol. 17, pp. 37-62
- D. GABOR, *Shadow connections*, in *Shadow Banking. Scope, Origins and Theories*, edito da A. NESVETAILOVA, Routledge, Londra, 2017
- J.K. GALBRAITH, *Storia dell'economia*, BUR, Milano, trad. it. F. Ghiaia, 1993
- F. GALGANO, *Lex mercatoria*, Il Mulino, Bologna, 2001
- F. GALGANO, *Le istituzioni della società post-industriale*, in *Nazioni senza ricchezza, ricchezza senza nazioni*, a cura di F. Galgano, S. Cassese, G. Tremonti, T. Treu, Il Mulino, Bologna, 1993
- D. M. GALLAGHER, *Remarks at "The SEC Speaks in 2013"*, Washington D.C., February 2013
- G. GASPARRI, *I nuovi assetti istituzionali della vigilanza europea sul mercato finanziario e sul sistema bancario*, in *Quaderni giuridici della Consob*, settembre 2017
- R. A. GILBERT, *Requiem for Regulation Q: What it Did and Why It Passed Away*, in *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, February 1986
- S. C. GOEBEL, C. E. DWYER, C. DAVID MESSMAN, *Fidelity, Charles Schwab, and Wells Fargo letter to the Securities and Exchange Commission*, May 2011
- J. N. GORDON, *Perspectives on Money Market Mutual Fund Reform*, Submission to the Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, U.S. Senate, June 2012
- J. N. GORDON, C. M. GANDIA, *Money Market Funds Run Risk: Will floating net asset value fix the problem?*, in *Columbia Business Law Review*, 2014
- G. GORTON, A. METRICK, *Regulating The Shadow Banking System*, in *Brookings Papers on Economic Activity*, 2010, vol. 41, issue 2 (Fall), pp. 261-312
- G. GORTON, *Misunderstanding Financial Crises: Why We Don't See Them Coming*, Oxford University Press, 2012
- C. IMBRIANI, A. Lopes, *Teorie macroeconomiche e sistema finanziario. Mercati, istituzioni e politiche*, UTET Universitaria, Milano, 2011

- S. JAMES, L. QUAGLIA, *The UK and Multi-Level Financial Regulation. From Post-Crisis Reform to Brexit*, Oxford University Press, 2020
- S. JANK, M. WEDOW, *Sturm und Drang in Money Market Funds: When Money Market Funds Cease to Be Narrow*, in *Deutsche Bundesbank Discussion Paper No. 2*, January 26, 2009
- S. JOHNSON, J. KWAK, *13 Bankers. The Wall Street Takeover and the Next Financial Meltdown*, Vintage Book, New York, 2010
- E. J. KANE, *The Inevitability of Shadowy Banking*, Paper Presented at the Federal Reserve Bank of Atlanta 2012, Financial Markets Conference Financial Reform: The Devil's In the Details, Atlanta, Georgia, April 10, 2012
- M. KACPERCZYK, P. SCHNABL, *How Safe Are Money Market Funds?*, in *The Quarterly Journal of Economics*, 2013, Vol. 128, issue 3, pp. 1073-1122
- A. E. KAHN, *The Economics of Regulation: Principles and Institutions*, Vol 1, John Wiley & Sons, Inc., New York, 1970
- L. J. KOTLIKOFF, *Jimmy Stewart Is Dead. Ending the World's Ongoing Financial Plague with Limited Purpose Banking*, John Wiley & Sons, New Jersey, 2010
- F. C. LANE, *Venetian Bankers, 1496-1533: A Study in the Early Stages of Deposit Banking*, in *Journal of Political Economy*, Vol. 45, No. 2, 1937, pp. 187-206
- C. M. LEWIS, *Money Market Funds and Regulation*, in *Annu. Rev. Financ. Econ.*, 2016, n. 8, pp. 25-51
- L. LI, Y. LI, M. MACCHIAVELLI, X. ZHOU, *Runs on prime money funds during the COVID-19 crisis*, in *VoxEu.org*, 14 July 2020
- H. G. MANNE, *From the Judiciary and Free Markets*, in *The Collected Works of Henry G. Manne, Vol. 3 – Liberty and Freedom in the Economic Ordering of Society*, a cura di F.S. McChesney, Liberty Found, 2010
- U. MATTEI, *voce Circolazione dei modelli giudici*, in *Annali dell'Enciclopedia del diritto*, Giuffrè, Milano, 2007
- M. MAYO, *Exile on Wall Street. One Analyst's Fight to Save the Big Banks from Themselves*, John Wiley & Sons, New Jersey, 2012
- M. MARCUCCI, *Aiuti di Stato e stabilità finanziaria. Il ruolo della Commissione europea nel quadro normativo europeo sulla gestione delle crisi bancarie*, in *L'unione bancaria europea*, a cura di M. P. CHITI, V. SANTORO, Pacini editore, Pisa, 2016
- M. MARIANNA, *La cartolarizzazione dei crediti nelle banche: natura economica e rilevazioni contabili*, CEDAM, Milano, 2010

- P. E. MCCABE, *The Cross Section of Money Market Fund Risks and Financial Crises*, in Finance and Economics Discussion Series, Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board, Washington, D.C., 2010
- P. E. MCCABE, M. CIPRIANI, M. HOLSCHER, A. MARTIN, *The Minimum Balance at Risk: A Proposal to Mitigate the Systemic Risks Posed by Money Market Funds*, in *Federal Reserve Bank of New York Staff Report* No. 564, July 2012
- P. Mehrling, *The New Lombard Street: How the Fed Became the Dealer of Last Resort*, Princeton University Press, Princeton, NJ, 2011
- S. MENDELSON, R. HOERNER, *BlackRock letter to the Securities and Exchange Commission*, January 2011
- S. MICOSSI, J. CARMASSI, F. PEIRCE, *On the Tasks of the European Stability Mechanism*, in *CEPS Policy Brief*, n. 235, March 2011
- H. MINSKY, *Stabilizing an Unstable Economy*, McGraw-Hill, New York, 2008
- J. MORLEY, *The Regulation of Mutual Fund Debt*, in *Yale Journal of Regulation*, Vol. 30, 2013
- H. NABILOU, A. PRUM, *Shadow Banking in Europe: Idiosyncrasies and their Implications for Financial Regulation*, September 2017
- A. NIUTTA, *Prodotti, strumenti finanziari e valori mobiliari nel TUF aggiornato in base alla MIFID (con il d.lgs. n. 164/2007)* in *Riv. dir comm.*, 2009, fasc. 10-12, pp. 807 e ss.
- J. NOCERA, *A Piece of the Action: How the Middle Class Joined the Money Class*, Simon & Schuster, New York, 1994
- T. PADOA-SCHIOPPA, *Regole e Finanza. Contemperare Libertà e Rischi*, Il Mulino, 2004
- H. PEIRCE, *No Need to Rush New Money-Market Fund Regulations*, in *Mercatus Center - George Mason University*, 28 February 2013
- H. PEIRCE, R. GREENE, *Money Market Fund Reform: Amendmens to Form PF*, in *Mercatus Center - George Mason University*, Public Interest Comment, September 2013
- H. PEIRCE, R. GREENE, *Opening the Gate to Money Market Fund Reform*, in *Mercatus Center - George Mason University*, Working Paper, No. 14-10, April 2014
- V. PETRELLA, P. FIORUZZI, C. DI FALCO, *Italy's new rules on notes and commercial paper*, in *The Banking Law Journal*, Vol. 129 (11), 2012, p. 940

- R. A. POSNER, *A Failure of Capitalism: The Crisis of 08' and the Descent into Depression*, Harvard University Press, Cambridge, MA, 2009
- R. A. POSNER, *Economic Analysis of Law*, Wolters Kluwer Law & Business, New York, Eight Edition, 2011
- R. A. POSNER, *La crisi della democrazia capitalista*, UBE Paperback, Milano, 2014
- E. A. POSNER, *Last Resort. The Financial Crisis and the Future of Bailouts*, The University of Chicago Press, Chicago, 2018
- Z. POZSAR, *Institutional Cash Pools and the Triffin Dilemma of the U.S. Banking System*, in *IMF Working Paper*, WP/11/190, August 2011
- A. URBANI, *Le cambiali finanziarie nelle dinamiche di mercato*, CEDAM, Milano, 2013
- N. WAPSHOTT, *Keynes o Hayek. Lo scontro che ha definito l'economia moderna*, Feltrinelli, Milano, trad. it. G. Carlotti, terza ed., 2018
- A. J. WATSON, *Il trapianto di norme giuridiche*, Esi, Napoli, 1984
- B. REID, *Growth and Development of Bond Mutual Funds*, in *Investment Company Institute Perspective*, Vol. 3, No. 2, June 1997
- B. REID, *The 1990s: A Decade of Expansion and Change in the U.S. Mutual Fund Industry*, in *Investment Company Institute Perspective*, Vol. 6, No. 3, July 2000
- M. RICKS, *The Money Problem: Rethinking Financial Regulation*, University of Chicago Press, 2016
- G. SANTINI, *Il commercio. Saggio di economia del diritto*, il Mulino, Bologna, 1979
- L. SCHMIDT, A. TIMMERMAN, R. WERMERS, *Runs on Money Market Mutual Funds*, in *American Economic Review*, Vol. 106, No. 9, September 2016, pp. 2625-57
- S. SCHREFT, *Credit Controls: 1980*, in *FRB Richmond Economic Review*, vol. 76, no. 6, November/December 1990, pp. 25-55
- R. SQUIRE, *Insolvency vs Illiquidity in the 2008 crisis and the Congressional Imagination*, in *Crisi finanziaria e riposte normative: verso un nuovo diritto dell'economia?*, Quaderni di Giurisprudenza Commerciale, 2014
- SQUAM LAKE GROUP, *Reforming Money Market Funds*, Letter to the Securities and Exchange Commission, January 2011

- S. SUNDARESAN, K. XIAO, *Unintended Consequences of Post-crisis Liquidity Regulation*, Working Paper, Columbia Business School, January 2019
- P. SWAGEL, *The Financial Crisis: An Inside View*, in *Brookings Papers on Economic Activity*, 2009
- T. VI DANG, G. GORTON, B. HOLMSTROM, G. ORDONEZ, *Banks as Secret Keepers*, in *American Economic Review*, 2017, Vol. 107, No. 4, pp. 1005-1029
- S. WEST, V. LEONARD-CHAMBERS, *Understanding Investor Preferences for Mutual Fund Information*, Investment Company Institute, 2006
- L. ZUCHELLI, *Esame dell'atto comunitario COM (2013)615, Proposta di Regolamento sui Fondi comuni monetari*, Audizione del Titolare della Divisione SGR del Servizio Supervisione sugli Intermediari Specializzati della Banca d'Italia, 17 ottobre 2013

GIORNALI

- B. ABOULIAN, *HSBC: Quiet support for money market funds under pressure*, in *Financial Times*, 29 March 2009
- B. ABOULIAN, *Agency presents ideas to cut risks to money market funds*, in *Financial Times*, 6 May 2012
- B. ABOULIAN, *Future of money market funds questioned*, in *Financial Times*, 28 October 2012
- P. AMERY, *The net is closing in on money market funds*, in *Financial Times*, 13 May 2012
- V. ACHARYA, *Failures of the Dodd-Frank Act*, in *Financial Times*, 15 July 2010
- A. ACKERMAN, *The 2012 Regulatory and Market Landscape*, in *The Wall Street Journal*, 3 January 2012
- A. ACKERMAN, K. GRIND, *U.S. Sets Money-Market Plan*, in *The Wall Street Journal*, 7 February 2012
- A. ACKERMAN, K. GRIND, *Money-Fund Plan Hits Resistance*, in *The Wall Street Journal*, 6 March 2012
- A. ACKERMAN, K. GRIND, *SEC Backs Money-Fund Shift*, in *The Wall Street Journal*, 5 June 2013
- A. ACKERMAN, *Concerns Arise Over SEC Money-Fund Plan*, in *The Wall Street Journal*, 13 June 2013

- A. ACKERMAN, M.S. DERBY, *Fed Leaders Call for Broader Move on Money Funds*, in *The Wall Street Journal*, 12 September 2013
- A. ACKERMAN, *Some Asset Managers Avoid Brunt of New Money-Fund Rules*, in *The Wall Street Journal*, 23 July 2014
- A. ACKERMAN, K. GRIND, *SEC Approves Tighter Money-Fund Rules*, in *The Wall Street Journal*, 23 July 2014
- A. ACKERMAN, *House Money-Fund Bill Hits a Snag*, in *The Wall Street Journal*, 30 January 2019
- J. H. ALLAN, *As Rates Fall, Money Funds Become Parking Lots*, in *The New York Times*, 23 January 1977
- J. H. ALLAN, *The Lure of the Money Market Funds*, in *The New York Times*, 5 February 1978
- T. ALLOWAY, *Bailout: The new frontier?*, in *Financial Times*, 6 October 2008
- T. ALLOWAY, *Sympathy for the money market funds*, in *Financial Times*, 25 August 2009
- T. ALLOWAY, *Don't blame money market funds, blame rating agencies*, in *Financial Times*, 26 August 2009
- T. ALLOWAY, *Credit rating cliff risk*, in *Financial Times*, 10 February 2010
- T. ALLOWAY, *Those flatlining money market funds*, in *Financial Times*, 10 May 2011
- T. ALLOWAY, R. WIGGLESWORTH, *US money funds cut European bank lending*, in *Financial Times*, 20 October 2011
- T. ALLOWAY, R. WIGGLESWORTH, D. OAKLEY, *US funds slash exposure to European banks*, in *Financial Times*, 22 September 2011
- T. ALLOWAY, *Money market funds meet moral hazard*, in *Financial Times*, 23 September 2010
- S. ANDERSON, *Money funds remain key despite the exodus*, in *Financial Times*, 28 February 2010
- E.L. ANDREWS, G. BOWLEY, *Dow Rises 370 Points as U.S. Plans Financial Rescue Package*, in *The New York Times*, 19 September 2008
- K. W. ARENSON, *Impact of Money Market Funds*, in *The New York Times*, 6 March 1979
- K. W. ARENSON, *Money Funds Are Called Sound*, in *The New York Times*, 9 October 1980

- R. ATKINS, A. MAKAN, *Europe's money market funds future in focus*, in *Financial Times*, 4 September 2012
- R.D. ATLAS, *Banks to the Rescue*, in *The New York Times*, 4 May 2001
- J. BAER, *Firms Wary as Money-Market Rule Changes Studied After Covid-19 Run*, in *The Wall Street Journal*, 27 August 2021
- S. BAIR, *Regulators must act to rein in Wall Street risks as rates rise*, in *Financial Times*, 4 February 2022
- V. BAJAJ, M. M. GRYNBAUM, *Stress Rises in Markets for Credit; Yields Fall*, in *The New York Times*, 24 September 2008
- V. BAJAJ, M.M. GRYNBAUM, *Investors Buy U.S. Debt at Zero Yield*, in *The New York Times*, 9 December 2008
- H. BÄNZIGER, *Insight: Safety net for money market funds*, in *Financial Times*, 4 November 2009
- A. BARKER, B. MASTERS, *Shadow banking faces tough assessment*, in *Financial Times*, 19 March 2012
- A. BARKER, *EU clamps down on money market funds*, in *Financial Times*, 4 September 2013
- C. BATCHELOR, *Short-term funds 'to gain in popularity'*, in *Financial Times*, 7 October 2004
- Y. BENDER, *Guardian of Ucits brand takes on the big banks*, in *Financial Times*, 4 May 2008
- W. BETTINGER, *Time for Compromise on Money-Market Reform*, in *Wall Street Journal*, 22 November 2012
- F. R. BLEAKLEY, *A Look at the Money Movers*, in *The New York Times*, 4 September 1984
- G. BOWLEY, *Worries Grow About Breadth of Debt Crisis*, in *The New York Times*, 16 June 2011
- M. BULLARD, *Will Obama Kill Money Market Funds?*, in *Morningstar*, 2 October 2009
- K. BURGESS, G. TETT, *Least known funds now at centre of attention*, in *Financial Times*, 18 September 2007
- K. BURGESS, *Sigh of relief for fund managers*, in *Financial Times*, 26 December 2008
- K. BURNE, *BlackRock to Shift Funds to Comply With New Rules*, in *The Wall Street Journal*, 6 April 2015

- K. BURNE, *Money Funds Clamor for Short-Term Treasurys*, in *The Wall Street Journal*, 19 October 2015
- T. BRAITHWAITE, T. ALLOWAY, *Money market funds close after ECB cuts*, in *Financial Times*, 6 July 2012
- D. BREWSTER, *US investors in \$42bn flight to safety*, in *Financial Times*, 22 August 2007
- D. BREWSTER, S. SCHOLTES, *Banks prop up money market funds*, in *Financial Times*, 13 November 2007
- D. BREWSTER, *More money funds are bailed out*, in *Financial Times*, 27 December 2007
- D. BREWSTER, *Legg Mason to bail out money-market funds*, in *Financial Times*, 29 December 2007
- D. BREWSTER, *Money market funds face new pressure*, in *Financial Times*, 24 March 2008
- D. BREWSTER, *Money market funds suffer hugh outflows*, in *Financial Times*, 22 September 2008
- D. BREWSTER, *Money funds wait anxiously for Fed plan*, in *Financial Times*, 11 November 2008
- D. BREWSTER, *Money market funds reel as yields near zero*, in *Financial Times*, 21 December 2008
- D. BREWSTER, *Sector enjoys strong inflows but weak profits*, in *Financial Times*, 3 May 2009
- D. BREWSTER, *Crucial cogs in system ripe for overhaul*, in *Financial Times*, 6 April 2009
- K. BROWN, *A \$500 Billion Stampede in Money Markets Even Before New Rules Hit*, in *The Wall Street Journal*, 3 August 2016
- R. BRUCE, *Luxembourg Thrives As an Eden for Funds*, in *The New York Times*, 13 November 1993
- J. BRUNSDEN, *Europeans broker plans to regulate money market funds*, in *Financial Times*, 10 June 2016
- J. BRUNSDEN, *EU nears deal on regulating money market funds*, in *Financial Times*, 10 June 2016
- J. CARNEY, *Money Markets May Keep the Squeeze on Banks*, in *The Wall Street Journal*, 5 February 2015

- M. J. CASEY, *Shutdown Outflows a Reminder of Dangers Lurking in Money Funds*, in *The Wall Street Journal*, 23 October 2013
- E. CHASAN, *Treasurers Bristle at Money Market Proposals*, in *The Wall Street Journal*, 8 February 2012
- E. CHASAN, *International Regulators Press for Money Fund Reforms*, in *The Wall Street Journal*, 10 October 2012
- E. CHASAN, *SEC Officials See Perils in Money Fund Reform*, in *The Wall Street Journal*, 25 February 2013
- E. CHASAN, *Money Market Funds Ready for Battle with Regulators*, in *The Wall Street Journal*, 18 September 2013
- E. CHASAN, *Money-Market Fund Changes May Have Uneven Impact on Companies*, in *The Wall Street Journal*, 17 September 2014
- G. CHON, S. FOLEY, *US approves money market funds reform*, in *Financial Times*, 23 July 2014
- J. CHUNG, *Lehman fallout hits money market fund*, in *Financial Times*, 17 September 2008
- J. CHUNG, *SEC eyes tightening rules on money market funds*, in *Financial Times*, 24 June 2009
- D. CINTIOLI, *A solution for the liquidity risk paradox*, in *Financial Times*, 3 January 2010
- J. H. COCHRANE, *Stopping Bank Crises Before They Start*, in *The Wall Street Journal*, 23 June 2013
- N. COHEN, B. MASTERS, *Lending to eurozone banks falls sharply*, in *Financial Times*, 29 April 2011
- M. COLEMAN, *Money Markets Lose Appeal as Challenges Mount*, in *The Wall Street Journal*, 12 June 2013
- C. COOKSON, *Time to rethink commitment to 'the buck'*, in *Financial Times*, 14 October 2012
- J. COTTERILL, *Beware the ideo of money funds, Libor*, in *Financial Times*, 25 May 2010
- J. COTTERILL, *Decline and fall (of ratings lift)*, in *Financial Times*, 28 May 2010
- D.F. CUFF, *Chasing Double Digits*, in *The New York Times*, 16 November 1986
- H. DALE, *Investors voice concern over transparency*, in *Financial Times*, 8 February 2009

- E. DASH, *Investor Safe Haven Becomes a Concern*, in *The New York Times*, 14 November 2007
- E. DASH, *The Fed's Sudden Action Eases a Logjam in Corporate Borrowing*, in *The New York Times*, 18 August 2007
- E. DASH, *Rethinking Money Market Funds*, in *The New York Times*, 11 July 2008
- E. DASH, *Funds Balk at S.E.C. Ratings Proposals*, in *The New York Times*, 5 September 2008
- P. J. DAVIES, *Money market funds defy crisis*, in *Financial Times*, 13 May 2008
- H. DAVIES, *Financial reform*, in *Financial Times*, 28 January 2011
- P. DAVIS, *Hiccup in Europe's booming sales*, in *Financial Times*, 22 May 2006
- P. DAVIS, *Massive outflows from European equity funds*, in *Financial Times*, 21 August 2006
- P. DAVIS, *Fears rise that financial reform is harming US business*, in *Financial Times*, 7 August 2011
- C. DE AENLLE, *With Some Help on Rates, Paris Should Boom On*, in *The New York Times*, 25 April 1992
- C. DE AENLLE, *In Search of the Perfect Parking Spot for Cash*, in *The New York Times*, 20 August 2006
- T. DEMOS, *Schwab sees mixed third quarter*, in *Financial Times*, 17 October 2011
- M.S. DERBY, *NY Fed Report Advocates Limiting Some Money-Market Fund Withdrawals*, in *The Wall Street Journal*, 19 July 2012
- J. C. DONAHUE, H. PEIRCE, *Most Savers Like Money-Market Funds as They Are Now*, in *The Wall Street Journal*, 25 April 2014
- P. G. DUNNE, R. GIULIANA, *Do liquidity limits amplify money market fund redemptions during the COVID crisis?*, in *ESRB Working Paper Series*, No 127 / October 2021
- P. EAVIS, N. POPPER, *In Effort to Curb Money Market Funds, a Plan B Is Considered*, in *The New York Times*, 23 August 2012
- P. EAVIS, *A Third Option for Regulators in the Money Market Fund Fight*, in *The New York Times*, 30 August 2012
- P. EAVIS, *Geithner Urges an Overhaul of Rules on Money Market Funds*, in *The New York Times*, 27 September 2012
- B. EISEN, *M&A Deals Feel Ripples of Money Market Reform*, in *The Wall Street Journal*, 11 October 2016

- D.B. ENRIQUES, *Professional Money Fund Is Closed by Putnam*, in *The New York Times*, 18 September 2008
- M. FETTING, *Not the time to meddle with money market funds*, in *Financial Times*, 15 February 2011
- J. FISCH, E. D. ROITER, *On Money-Market Funds, Liquidity and Accountability*, in *The Wall Street Journal*, 15 February 2012
- S. FLEMING, P. JENKINS, *BoE's Tucker warns on shadow banking risk*, in *Financial Times*, 17 October 2013
- S. FLEMING, *Iosco warns of risks of 'weak' cross-border dispute resolution*, in *Financial Times*, 24 November 2013
- C. FLOOD, J. BLAS, *Gold rises as financial markets crisis continues*, in *Financial Times*, 5 February 2009
- C. FLOOD, *Gold ETPs shine amid market volatility*, in *Financial Times*, 1 July 2010
- C. FLOOD, *EU plots new money market rules after virus-induced ructions*, in *Financial Times*, 26 March 2020
- C. FLOOD, S. RIDING, *European regulators ramp up scrutiny of investment fund liquidity*, in *Financial Times*, 20 April 2020
- C. FLOOD, *Threat of negative rates hangs over \$4.8tn US money fund industry*, in *Financial Times*, 30 May 2020
- S. FOLEY, *SEC warned on money market funds shake-up*, in *Financial Times*, 12 September 2013
- S. FOLEY, *Money market reform a win for Uncle Sam*, in *Financial Times*, 5 May 2014
- S. FOLEY, G. CHON, *Fund managers on alert over money market shake-up*, in *Financial Times*, 21 July 2014
- S. FOLEY, *New money market fund rules risk backfire*, in *Financial Times*, 28 July 2014
- S. FOLEY, *SEC money market fund reforms help push Libor rates higher*, in *Financial Times*, 15 September 2016
- I. FRASER, *Dublin shruggs off downturn blues*, in *Financial Times*, 20 July 2008
- R. FROYMOVICH, *EU Looks to Tighten Shadow Banking Rules*, in *The Wall Street Journal*, 19 March 2012
- A. GANGAHAR, K. BURGESS, *Money market funds abused, claims founder*, in *Financial Times*, 20 August 2007

- A. GANGAHAR, *US money market funds aided*, in *Financial Times*, 19 September 2008
- C. GARCIA, *The flight and plight of US Money Market Funds*, in *Financial Times*, 23 November 2011
- C. GARCIA, *MMFs, deposit insurance, and regulation in the age of shadow bank runs*, in *Financial Times*, 2 April 2012
- C. GARCIA, *MMF investors are getting antsy*, in *Financial Times*, 12 April 2012
- C. GARCIA, *Sterilisation, money market funds, and anti-stimulus*, in *Financial Times*, 24 April 2012
- C. GARCIA, *The right and wrong debates about money market funds*, in *Financial Times*, 25 June 2012
- C. GARCIA, *US money market fund reform goes down*, in *Financial Times*, 23 August 2012
- C. GARCIA, *FSOC pushes ahead on MMF reform*, in *Financial Times*, 28 September 2012
- J. GERTH, *Regulators Rebuff Banks On Interest-Rate Request*, in *The New York Times*, 27 March 1981
- M. GONZALEZ, *On Money Funds: Dollars and Sense*, in *The Wall Street Journal*, 13 February 2012
- J. GOODMAN, *Money market funds in lawmakers' sights*, in *Financial Times*, 1 February 2009
- C. GOULD, *Defaults Sound Alarm About Money Funds*, in *The New York Times*, 11 February 2001
- A. GREENE, *Markets and regulator keep industry on its toes*, in *Financial Times*, 4 May 2012
- S. GRENE, *Regulation of money funds grows more urgent*, in *Financial Times*, 5 April 2009
- S. GRENE, *EU money funds spring regulatory leak*, in *Financial Times*, 28 June 2015
- K. GRIND, *Money-Fund Plan Gets Cold Shoulder*, in *The Wall Street Journal*, 16 February 2012
- K. GRIND, A. ACKERMAN, *Money-Fund Investors Face New Curbs on Withdrawals*, in *The Wall Street Journal*, 5 June 2013
- M. M. GRYNBAUM, *Federal Reserve set to begin buying commercial paper*, in *The New York Times*, 21 October 2008

- M. M. GRYNBAUM, V. BAJAJ, *A Recovery in Shares on Hopes of a Bailout*, in *The New York Times*, 30 September 2008
- F. GUERRERA, D. BREWSTER, *Morgan Stanley used \$23bn to prop up funds*, in *Financial Times*, 27 October 2008
- J. GUTHRIE, *Money market funds are left floundering*, in *Financial Times*, 4 September 2012
- C. M. HAAR, J. MORTON DAVIS, *Banks and the Economy*, in *The New York Times*, 9 August 1982
- T. HALE, *EU money funds turn to corporate debt*, in *Financial Times*, 18 May 2015
- T. C. HAYES, *A Day in the Life of a Money Market Mutual Fund*, in *The New York Times*, 20 April 1981
- R. HENDERSON, R. ARMSTRONG, *BNY Mellon steps in to support money market fund after outflows*, in *Financial Times*, 20 March 2020
- R. HENDERSON, R. WIGGLESWORTH, *Asset managers rocked by record bond fund outflows*, in *Financial Times*, 20 March 2020
- D.B. HENRIQUES, *Money Market Fund Says Customers Could Lose Money*, in *The New York Times*, 16 September 2008
- D.B. HENRIQUES, *Treasury to guarantee money market funds*, in *The New York Times*, 19 September 2008
- D.B. HENRIQUES, *Money Market Funds Are a Refuge, Right?*, in *The New York Times*, 10 January 2009
- D.B. HENRIQUES, *Mutual Funds Move to Restore Investor Confidence*, in *The New York Times*, 17 March 2009
- D.B. HENRIQUES, *Money Funds Could Face More Changes*, in *The New York Times*, 7 January 2012
- R.D. HERSHEY JR., *Yields So Low That a Mattress Might Do Instead*, in *The New York Times*, 26 January 2003
- R.D. HERSHEY JR., *The Savings Account Is Back. (No Laughing, Please.)*, in *The New York Times*, 27 February 2005
- R. HURTADO, *Yields Are Mixed*, in *The New York Times*, 9 July 1987
- R. HURTADO, *Money Fund Yields Rise*, in *The New York Times*, 2 March 1989
- S. JOHNSON, *Money market funds may unlock credit crisis*, in *Financial Times*, 4 May 2008
- S. JOHNSON, *Outflows surge to record levels*, in *Financial Times*, 18 May 2008

- S. JOHNSON, *Money funds return to ABCP*, in *Financial Times*, 15 June 2008
- S. JOHNSON, *Vanguard goes variable NAV*, in *Financial Times*, 2 August 2009
- S. JOHNSON, *Money funds face qualifying criteria*, in *Financial Times*, 12 July 2009
- S. JOHNSON, *New rules for money funds*, in *Financial Times*, 13 December 2009
- S. JOHNSON, *Money market fund preferences are shifting*, in *Financial Times*, 14 February 2010
- S. JOHNSON, R. SULLIVAN, *Protection of money market investors at risk*, in *Financial Times*, 5 September 2010
- S. JOHNSON, *Opposition to floating NAV*, in *Financial Times*, 9 January 2011
- S. JOHNSON, *Fund investors target equity markets*, in *Financial Times*, 20 February 2011
- S. JOHNSON, *Grave threat to money funds*, in *Financial Times*, 11 March 2012
- S. JOHNSON, *EU 'shadow banking' plan rapped*, in *Financial Times*, 25 March 2012
- S. JOHNSON, *Task force seeks funds shake-up*, in *Financial Times*, 15 April 2012
- S. JOHNSON, *US money market's reform idea*, in *Financial Times*, 27 May 2012
- S. JOHNSON, *Clouds gather over money market funds*, in *Financial Times*, 15 July 2012
- S. JOHNSON, *Debt plan proposal for mutual funds*, in *Financial Times*, 9 September 2012
- S. JOHNSON, *No let up for money market funds*, in *Financial Times*, 21 October 2012
- S. JOHNSON, *Plan to ban money fund bailouts*, in *Financial Times*, 21 October 2012
- S. JOHNSON, *EU abandons reform of money market funds*, in *Financial Times*, 9 March 2014
- S. JOHNSON, *EU to tackle equity tax, says Sharon Bowles*, in *Financial Times*, 29 June 2014
- S. JOHNSON, *EU to revisit money market fund reforms*, in *Financial Times*, 28 September 2014
- S. JOHNSON, *Private placement option for US money market funds*, in *Financial Times*, 23 November 2014
- S. JOHNSON, *Money market investors consider private funds*, in *Financial Times*, 7 December 2014

- S. JOHNSON, *European money market fund reforms likened to 'hand grenade'*, in *Financial Times*, 1 March 2015
- K. S. JOHNSON, *Greater Proportion of Corporate Cash Held in Banks*, in *The Wall Street Journal*, 9 July 2015
- I. KAMINSKA, *Commercial paper market shrinkage*, in *Financial Times*, 25 June 2009
- I. KAMINSKA, *Peering into a US money market fund*, in *Financial Times*, 1 September 2011
- I. KAMINSKA, *What next for European MMFs?*, in *Financial Times*, 11 July 2012
- I. KAMINSKA, *When central banks take over securities markets*, in *Financial Times*, 26 March 2020
- E. KELLEHER, *Sterling funds boost likely*, in *Financial Times*, 24 April 2011
- E. KELLEHER, *Kathleen Hughes: money market saleswoman plans tactics*, in *Financial Times*, 4 September 2011
- B. KEOGH, J. DETRIXHE, G. COPPOLA, *Coca-Cola Flees Commercial Paper for Safety in Bonds*, in *Bloomberg*, 17 March 2009
- D. KEOHANE, *Will redemption gates cause runs? Redux*, in *Financial Times*, 20 August 2014
- P. KIERNAN, A. ACKERMAN, D. MICHAELS, *Why the Fed Had to Backstop Money-Market Funds, Again*, in *The Wall Street Journal*, 21 March 2020
- P. KIERNAN, *Money-Market Fund Rules Likely Fall Short, Policy Makers Say*, in *The Wall Street Journal*, 29 September 2020
- P. KIERNAN, *SEC Floats Rules to Shore Up Money Markets, Curb Insider Trading*, in *The Wall Street Journal*, 15 December 2021
- R. KNIGHT, *Money market funds: Worth considering as a place to park short-term cash*, in *Financial Times*, 24 June 2005
- R. KNIGHT, *Managers avoid 'breaking the buck' – so far*, in *Financial Times*, 4 May 2008
- T. KNUTSON, *New Money-Market Fund Rules May Benefit Clients*, in *Financial Advisor*, 6 June 2013
- S. LOHR, *Fed's Rule Vexes Money Funds*, in *The New York Times*, 20 March 1980
- S. LOHR, *Money Funds to Contest Reserve Rule*, in *The New York Times*, 21 March 1980

- M. MACKENZIE, S. SCHOLTES, *Flight of cash into money market funds*, in *Financial Times*, 2 March 2008
- M. MACKENZIE, P. J. DAVIES, *Money markets fund sector shocked*, in *Financial Times*, 17 September 2008
- M. MACKENZIE, *A fledgling return for risk*, in *Financial Times*, 5 January 2009
- M. MACKENZIE, *Funds flow out of money markets*, in *Financial Times*, 24 June 2009
- M. MACKENZIE, *New curbs on money markets*, in *Financial Times*, 27 January 2010
- M. MACKENZIE, *Tighter rules hit money market funds*, in *Financial Times*, 27 May 2010
- K. MACKENZIE, *The FSB shopping list*, in *Financial Times*, 19 July 2011
- K. MACKENZIE, *Bernanke and the MMFs*, in *Financial Times*, 10 April 2012
- H. J. MAIDENBERG, *Your Money. Measuring Cost of Checking*, in *The New York Times*, 31 January 1981
- A. MAKAN, *Regulatory fears weigh on money market managers*, in *Financial Times*, 7 February 2012
- A. MAKAN, *Money market funds look to pass on losses*, in *Financial Times*, 4 September 2012
- V. MARINO, *In Money Funds, Awaiting Dawn*, in *The New York Times*, 8 April 2001
- J. MARTE, *Will Rules Kill Appeal of Money-Market Funds?*, in *The Wall Street Journal*, 12 February 2012
- K. MARTIN, J. POLITI, B. GREELEY, C. SMITH, *Federal Reserve takes steps to support US municipal bond market*, in *Financial Times*, 20 March 2020
- B. MASTERS, J. GRANT, *Finance: Shadow boxes*, in *Financial Times*, 2 February 2011
- B. MASTERS, *Shadow banking surpasses pre-crisis level*, in *Financial Times*, 27 October 2011
- B. MASTERS, *Tough player battles to tame banking system*, in *Financial Times*, 15 January 2012
- B. MASTERS, *Turner calls for radical action on shadow banking*, in *Financial Times*, 14 March 2012
- B. MASTERS, *Global finance: Conflicting signals*, in *Financial Times*, 1 April 2012

- B. MASTERS, *Regulators peer into financial shadows*, in *Financial Times*, 18 November 2012
- B. MASTERS, *FSB seeks to tame shadow banking*, in *Financial Times*, 18 November 2012
- K. MACKENZIE, *MMFs: Float your NAVs or be regulated like banks*, in *Financial Times*, 19 November 2012
- B. MALKIEL, *Money market funds come under attack*, in *Financial Times*, 31 October 2012
- D. MAXEY, *Advisers Weigh Impact of New Money-Fund Rules*, in *The Wall Street Journal*, 1 August 2014
- D. MAXEY, *Innovation May Provide Relief for Corporate Treasurers Facing Money-Fund Limitations*, in *The Wall Street Journal*, 6 August 2014
- D. MAXEY, *Advisers Prepare for Changes to Money-Market Funds*, in *The Wall Street Journal*, 18 February 2015
- M. MCARDLE, *Will the Government Put Money Market Funds Out of Business?*, in *The Atlantic*, 7 February 2012
- J. MCDERMOTT, *The debt ceiling and money market funds*, in *Financial Times*, 21 July 2011
- D. MCCRUM, *BlackRock profit boosted by rising equities*, in *Financial Times*, 21 April 2011
- D. MCCRUM, *Focus turns to US money market funds*, in *Financial Times*, 7 August 2011
- D. MCCRUM, T. BRAITHWAITE, S. NASIRIPOUR, *Money market funds resist SEC's tighter grip*, in *Financial Times*, 8 November 2011
- D. MCCRUM, S. NASIRIPOUR, *New rules proposed for money market funds*, in *Financial Times*, 8 February 2012
- D. MCCRUM, *Hybrid models eyed for money market funds*, in *Financial Times*, 9 April 2012
- D. MCCRUM, *Money markets at risk from SEC shake-up*, in *Financial Times*, 10 July 2012
- V. MCGRANE, *Money Funds Pose Test for New Watchdog*, in *The Wall Street Journal*, 24 August 2012
- M. MCKEE, *Fed Credit Has Stabilized Markets, Not Fixed Them, Study Says*, in *Bloomberg*, 6 March 2009

- R. METZ, *Market Place. Money Market Fund Problems*, in *The New York Times*, 5 October 1974
- R. METZ, *Market Place. Yields Shrink, but Money Funds Grow*, in *The New York Times*, 21 March 1975
- R. METZ, *The Money Funds Face Maturity*, in *The New York Times*, 13 July 1975
- R. METZ, *Biding Time in Money Market Funds*, in *The New York Times*, 8 October 1975
- R. METZ, *Market Place. Fund Managers and City Crisis*, in *The New York Times*, 22 November 1975
- R. METZ, *Market Place. Money Funds Weather Stock Surge*, in *The New York Times*, 12 March 1976
- R. METZ, *Market Place. Making the Postal Float Pay Interest*, in *The New York Times*, 30 October 1976
- R. METZ, *Market Place. Investing in Guaranteed Variable Loans*, in *The New York Times*, 21 October 1977
- R. METZ, *Market Place. Investing Credit Balances*, in *The New York Times*, 26 January 1979
- R. METZ, *Market Place. Money Funds and Liquidity*, in *The New York Times*, 15 November 1979
- R. METZ, *Market Place. Money Funds In the Future*, in *The New York Times*, 25 June 1981
- R. METZ, *Market Place. Money Fund Competition*, in *The New York Times*, 11 October 1982
- D. MICHAELS, *Goldman Steps In to Shore Up Two Money Funds*, in *The Wall Street Journal*, 24 March 2020
- M. A. MILLETTI, *Interest-Bearing Checking Accounts – the Ban is Eroding*, in *The New York Times*, 8 May 1978
- R. MILNE, *Investors alarmed over EU reform process*, in *Financial Times*, 21 March 2011
- R. MILNE, M. MACKENZIE, D. OAKLEY, *Investors doubt central bank rally will last*, in *Financial Times*, 15 September 2011
- B. MITCHENER, *Germany Braces for Debut of Money Market Funds*, in *The New York Times*, 12 August 1994
- V. MONGA, *Investors Pulling Money out of Prime Money Funds*, in *The Wall Street Journal*, 28 July 2016

- V. MONGA, H. GILLERS, *New Rules and Fresh Headaches for Short-Term Borrowers*, in *The Wall Street Journal*, 8 August 2016
- A. MOONEY, *Luxembourg 'blocking' money market reform*, in *Financial Times*, 29 November 2015
- A. MOONEY, *Key European watchdogs signal the end of 'share destruction'*, in *Financial Times*, 26 November 2018
- A. MOONEY, S. RIDING, *Mutual funds face scrutiny over systemic importance*, in *Financial Times*, 19 March 2020
- *Geithner: Full text of testimony*, Prepared testimony from Tim Geithner, US Treasury Secretary, at the Committee on Financial Services Hearing in the US House of Representatives, in *Financial Times*, 26 March 2008
- G. MORGENSON, J. ANDERSON, *Subprime Problems Spread Into Commercial Loans*, in *The New York Times*, 15 August 2007
- G. MORGENSON, *How Mr. Volcker Would Fix It*, in *The New York Times*, 22 October 2011
- M. MURPHY, J. THOMPSON, *BNP Paribas races to avoid downgrade*, in *Financial Times*, 14 September 2011
- M. MURPHY, *Parking Corporate Cash Is Sure to Get More Complicated*, in *The Wall Street Journal*, 27 April 2015
- S. NASIRIPOUR, *SEC chief backs money market fund reforms*, in *Financial Times*, 21 June 2012
- S. NASIRIPOUR, *Schapiro admits defeat over money funds*, in *Financial Times*, 23 August 2012
- S. NASIRIPOUR, *Geithner lays out ideas for fund reform*, in *Financial Times*, 28 September 2012
- S. NASIRIPOUR, *US regulators outline money fund reforms*, in *Financial Times*, 14 November 2012
- J. NEHER, *Paribas Expected to Seek Bigger U.S. Financial Role*, in *The New York Times*, 23 July 1990
- K.N. NOBLE, *Merrill Lynch's Booming C.M.A. Program*, in *The New York Times*, 18 May 1981
- J. NOCERA, *Hoping a Hail Mary Pass Connects*, in *The New York Times*, 19 September 2008
- J. NOCERA, *There Is No Free Lunch (Money Market Fund Edition)*, in *The New York Times*, 28 August 2009

- J. NOCERA, *It's Time to Admit That Money Funds Involve Risk*, in *The New York Times*, 28 August 2009
- L. NOONAN, *Goldman Sachs spends \$1.9bn to shore up two money market funds*, in *Financial Times*, 23 March 2020
- F. NORRIS, *Seeking Safety In Money Funds*, in *The New York Times*, 9 November 1990
- F. NORRIS, *Market Place. Curbing the Risk In Money Funds*, in *The New York Times*, 14 February 1991
- F. NORRIS, *Bailing Out a Money Market Fund*, in *The New York Times*, 11 November 2007
- F. NORRIS, *Pride Goeth Before a Fall*, in *The New York Times*, 16 September 2008
- F. NORRIS, *Money Funds Are Circling the Wagons on Rules*, in *The New York Times*, 19 September 2013
- D. OAKLEY, *Record inflows into money market funds*, in *Financial Times*, 20 October 2008
- D. OAKLEY, *Best quarter for emerging market funds*, in *Financial Times*, 3 July 2009
- S. PALMA, E. PLATT, *SEC proposes greater transparency for swaps at centre of Archegos collapse*, in *Financial Times*, 15 December 2021
- R. PHALON, *Personal Investing. Welcome Mat at Money Market Funds*, in *The New York Times*, 22 October 1977
- R. PHALON, *Family Money*, in *The New York Times*, 13 April 1978
- R. PHALON, *Your Money. Magic Number For Investors*, in *The New York Times*, 16 December 1978
- J. POLITI, *Federal Reserve sets up facility to make loans to banks*, in *Financial Times*, 19 March 2020
- N. POPPER, *Changes to Money Market Funds Stall*, in *The New York Times*, 22 August 2012
- R. POZEN, T. HAMACHER, *Don't hobble money market funds*, in *Financial Times*, 19 June 2011
- R. POZEN, T. HAMACHER, *The SEC Gets Money-Fund Reform Half Right*, in *The Wall Street Journal*, 17 June 2013
- R. POZEN, T. HAMACHER, *SEC's new rules give US money market funds a floating feeling*, in *Financial Times*, 5 October 2014

- D. RANKIN, *Your Money. Offshore C.D. 's in Small Sizes*, in *The New York Times*, 24 February 1979
- D. RANKIN, *Size Mark Is Set By Merrill Fund*, in *The New York Times*, 17 April 1979
- D. RANKIN, *Your Money. On Choosing Money Funds*, in *The New York Times*, 3 November 1979
- D. RANKIN, *Your Money. Valuing Assets of Money Funds*, in *The New York Times*, 10 November 1979
- D. RANKIN, *Checking Accounts With Money-Funds*, in *The New York Times*, 23 May 1982
- R. RAJAN, *A better way to reduce financial sector risk*, in *Financial Times*, 25 January 2010
- J. REHAK, *Money market funds looking up*, in *The New York Times*, 18 August 2005
- D. REILLY, *Dispelling the Money-Market Myth*, in *The Wall Street Journal*, 6 March 2012
- J. RENNISON, *Prime money market funds get respite from outflows*, in *Financial Times*, 28 April 2016
- J. RENNISON, *Prime money market funds pull back from short-dated debt paper*, in *Financial Times*, 10 May 2016
- J. RENNISON, E. PLATT, *Rising benchmark raises borrowing costs for companies*, in *Financial Times*, 9 August 2016
- J. RENNISON, *Muni borrowing costs jump as money market reforms loom*, in *Financial Times*, 16 September 2016
- J. RENNISON, E. PLATT, *US short-dated debt market at lowest level since 1997*, in *Financial Times*, 7 October 2016
- J. RENNISON, *US money market fund reform: an explainer*, in *Financial Times*, 14 October 2016
- D. RICKETTS, *Moves afoot to clarify money funds label*, in *Financial Times*, 12 July 2009
- D. RICKETTS, *Brussels sticks to money market reform*, in *Financial Times*, 30 September 2012
- S. RIDING, *Fund groups gain reprieve from EU money market rules*, in *Financial Times*, 12 January 2019

- S. RIDING, *Central banks prop up fund industry with \$100bn injection*, in *Financial Times*, 4 May 2020
- S. RIDING, *EU sets sights on money market fund reform*, in *Financial Times*, 18 October 2020
- S. RIDING, *Money market funds brace for rules overhaul after Covid shock*, in *Financial Times*, 30 October 2020
- G. ROBINSON, *US investors pour \$42bn into money markets over four days: iMoneyNet*, in *Financial Times*, 23 August 2007
- G. ROBINSON, *Cash floods into money market*, in *Financial Times*, 3 March 2008
- N. ROUBINI, *The shadow banking system is unravelling*, in *Financial Times*, 21 September 2008
- M. ROWLAND, *Leaner, Meaner Money Market Funds*, in *The New York Times*, 16 April 1989
- E. S. ROSENGREN, *Flirting With Money-Market Madness*, in *The Wall Street Journal*, 28 November 2013
- A. ROSS SORKIN, D.B. HENRIQUES, E.L. ANDREWS, J. NOCERA, *As Credit Crisis Spiraled, Alarm Led to Action*, in *The New York Times*, 1 October 2008
- R. RUSSOLILLO, *Federated, Schwab Shares Whacked By Money-Market Plan*, in *The Wall Street Journal*, 7 February 2012
- A. SAKOUI, D. OAKLEY, M. MACKENZIE, *Fears for Europe's commercial paper*, in *Financial Times*, 6 November 2008
- A. SAKOUI, N. BULLOCK, *Rally has junk trading at close to face value*, in *Financial Times*, 2 May 2010
- M. L. SCHAPIRO, *In the Money-Market for More Oversight*, in *The Wall Street Journal*, 20 September 2012
- S. SCHOLTES, *Money markets driving drama*, in *Financial Times*, 19 August 2007
- S. SCHOLTES, K. GUHA, *Wild swings in Treasuries may signal continued turmoil*, in *Financial Times*, 22 August 2007
- C. E. SCHUMER, *Deregulation on a Boomerang. Why Interest Rates Won't Come Down*, in *The New York Times*, 1 January 1984
- A. SCHULTZ, *And The Winner Is...The Money Market?*, in *The New York Times*, 11 October 1998
- H. D. SHAPIRO, *A New Shine on Money Market Funds*, in *The New York Times*, 8 July 1984

- T. SIEGEL BERNARD, *Money Market Funds Enter a World of Risk*, in *The New York Times*, 17 September 2008
- D. SILVER, *Opinion. Why Make Money Funds Discriminatory?*, in *The New York Times*, 16 April 1981
- J. SINDREU, *U.S. Money Fund Reforms Come to Europe—Will Volatility Follow?*, in *The Wall Street Journal*, 16 December 2016
- P. SKYPALA, *Negative sales for money funds in Q3*, in *Financial Times*, 23 November 2008
- P. SKIPALA, *Future of money funds in question*, in *Financial Times*, 12 December 2010
- L. SLOANE, *Money Funds Retain Allure*, in *The New York Times*, 18 January 1986
- L. SLOANE, *Your Money. Retirees Adjust To Rate Drops*, in *The New York Times*, 5 April 1986
- G.T. SMITH, *FSB Urges Tough New Rules on 'Shadow Banks'*, in *The Wall Street Journal*, 18 November 2012
- C. SMITH, E. PLATT, J. RENNISON, *Commercial paper market still creaking despite Fed measures*, in *Financial Times*, 1 April 2020
- C. SMITH, *Money market funds need reform to prevent runs, US regulators say*, in *Financial Times*, 22 December 2020
- J. SOMMER, *Money Funds Cut Fees As Their Yields Fall*, in *The New York Times*, 27 January 2002
- J. SOMMER, *Money Market Yields Down*, in *The New York Times*, 11 May 2003
- G. STEINHAUSER, *Last Chance for a Fix to Europe's Financial System*, in *The Wall Street Journal*, 23 August 2013
- G. STEINHAUSER, K. GRIND, *EU Proposes Tough Rules for Money-Market Funds*, in *The Wall Street Journal*, 4 September 2013
- L. STORY, J. CRESWELL, *Wall St. Makes Fallback Plans for Debt Crisis*, in *The New York Times*, 20 July 2011
- A. SULLIVAN, *In Times of Turmoil, Remember Money Funds*, in *The New York Times*, 14 October 1995
- N. TAIT, *European regulated funds see inflow of money*, in *Financial Times*, 26 May 2009
- J.A. TARQUINIO, *The Cash Advantage (Even When Rates Are Low)*, in *The New York Times*, 16 March 2008

- R. TEITELBAUM, *T. Rowe Price Prime Money Fund Switches to Government Focus*, in *The Wall Street Journal*, 2 August 2016
- R. TEITELBAUM, V. MONGA, *New Money-Fund Rules Test Need for Liquidity Versus Yield*, in *The Wall Street Journal*, 8 August 2016
- R. TEITELBAUM, *Banks Cut Back on Commercial Paper Issuance*, in *The Wall Street Journal*, 29 September 2016
- G. TETT, *Nasty side effects of debt innovation*, in *Financial Times*, 10 September 2007
- G. TETT, *Market squeeze no regulator has the ability has to resolve*, in *Financial Times*, 13 September 2007
- G. TETT, *Superfunds struggle to take off*, in *Financial Times*, 25 October 2007
- G. TETT, P. J. DAVIES, *Out of the shadows: How banking's secret system broke down*, in *Financial Times*, 16 December 2007
- G. TETT, *Is the domino effect about to hit Main Street?*, in *Financial Times*, 24 September 2008
- G. TETT, K. BURGESS, *Costly cogs, misfiring machine*, in *Financial Times*, 27 September 2009
- J. THOMPSON, *New rules for Europe's €1.3tn money market fund sector*, in *Financial Times*, 21 July 2018
- J. THOMPSON, *Brussels rules out share-cancellation mechanism for money market funds*, in *Financial Times*, 1 August 2018
- N. TIMIRAOS, *Federal Reserve to Backstop Money-Market Mutual Funds Amid Coronavirus*, in *The Wall Street Journal*, 19 March 2020
- N. TIMIRAOS, H. GILLERS, *Fed Includes Municipal Debt in Money-Market Lending Backstop*, in *The Wall Street Journal*, 20 March 2020
- N. TRENTMANN, *Corporate Treasurers Assess Impact of European Money-Market Fund Reform*, in *The Wall Street Journal*, 5 June 2017
- E. UHLFELDER, *Money funds lose worth in low interest rate world*, in *Financial Times*, 9 September 2012
- A. VAN DUYN, J. CHUNG, *How the buck finally broke*, in *Financial Times*, 10 September 2009
- A. VAN DUYN, F. GUERRERA, *US banks fear Dodd bill*, in *Financial Times*, 19 April 2010
- V. G. VARTAN, *Market Place. Mutual Fund Resurgence*, in *The New York Times*, 21 June 1983

- J. VERLAINE, *Explaining the Fed's Intervention in Commercial-Paper Markets*, in *The Wall Street Journal*, 17 March 2020
- A.C. WALLACE, *Simple and Safe Continues to Sell Best*, in *The New York Times*, 18 December 1988
- L. WAYNE, *Savings Institutions Reshaping Operations in Face of Big Losses*, in *The New York Times*, 25 May 1981
- L. WAYNE, *Investors Lose Money in «Safe» Fund*, in *The New York Times*, 28 September 1994
- L. WAYNE, *Lobbyists for Financial Institutions Swarming All Over the Bailout Bill*, in *The New York Times*, 26 September 2008
- L. WAYNE, *Money Fund Managers Are Accused of a Fraud*, in *The New York Times*, 5 May 2009
- D. WESSEL, *SEC Can't Agree on a Fix For Money-Market Funds*, in *The Wall Street Journal*, 23 August 2012
- G. WIESMANN, J. WILSON, *German groups slow to tap equity funding*, in *Financial Times*, 6 September 2009
- R. WIGGLESWORTH, *Money market funds prove safer*, in *Financial Times*, 18 February 2009
- R. WIGGLESWORTH, *Federal Reserve howitzer is insufficient, but necessary*, in *Financial Times*, 16 March 2020
- W. WILLIAMS, *A Money Fund Next For Sears*, in *The New York Times*, 2 September 1981
- B. WILCOX, *Migration to bond funds boosts Pimco and Vanguard*, in *Financial Times*, 2 May 2010
- B. WILCOX VOLZ, *Floating asset values might sink market*, in *Financial Times*, 1 August 2010
- B. WILCOX VOLZ, *Moody's moves to improve ratings differentiation*, in *Financial Times*, 12 September 2010
- B. WILCOX VOLZ, *SEC reforms 'will kill' money market funds*, in *Financial Times*, 4 May 2012
- M. WOLF, *Volcker's axe is not enough to cut banks to size*, in *Financial Times*, 26 January 2010
- E. WYATT, *Hopeful, but Wary at Money Markets*, in *The New York Times*, 31 July 2011

- A. ZIBEL, J. SPARSHOTT, *Geithner Defends Dodd-Frank, Pledges Housing Moves*, in *The Wall Street Journal*, 2 February 2012

DOCUMENTI

- BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *Basel III: A Global Regulatory Framework for More Resilient Banks and Banking Systems* (Basel III Accord), June 2011
- BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM, *Federal Reserve Board broadens program of support for the flow of credit to households and businesses by establishing a Money Market Mutual Fund Liquidity Facility (MMLF)*, Press Release, 18 March 2020
- COMMISSIONE EUROPEA, *Libro verde. Sistema bancario ombra*, COM (2012) 102 Final, Bruxelles, 19 Marzo 2012
- COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio sui fondi comuni monetari*, COM (2013) 615 final, 2013/0306 (COD), Bruxelles, 4 settembre 2013
- COMMISSIONE EUROPEA, Documento di lavoro dei servizi della Commissione, *Sintesi della Valutazione d'impatto che accompagna il documento Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio sui fondi comuni monetari*, SWD (2013) 316 final, Bruxelles, 4 settembre 2013
- COMMITTEE OF EUROPEAN SECURITIES REGULATORS, *CESR's Guidelines on a common definition of European money market funds*, Ref.: CESR/10-049, May 2010
- EUROPEAN CENTRAL BANK, *Harmonised ECB statistics on euro area investment funds and their analytical use for monetary purposes*, in *Monthly Bulletin*, August 2010
- EUROPEAN CENTRAL BANK, *Commission's Green Paper on Shadow Banking. The Eurosystem's Reply*, 5 July 2012
- EUROPEAN COUNCIL, *Money market funds: Council confirms deal with EP*, Press Release, 7 December 2016
- EUROPEAN FUND AND ASSET MANAGEMENT ASSOCIATION (EFAMA), *Annual Report*, 2008-09

- EUROPEAN FUND AND ASSET MANAGEMENT ASSOCIATION (EFAMA), *Fund industry associations united behind a European definition of money market funds*, Brussels, Press Release, 9 July 2009
- EUROPEAN PARLIAMENT, Committee on Economic and Monetary Affairs, *Draft Report on the proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on Money Market Funds*, (COM(2013)0615 – C7-0263/2013 – 2013/0306(COD)), 26 November 2014
- EUROPEAN PARLIAMENT, Committee on Economic and Monetary Affairs, *Report on the proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on Money Market Funds*, March 2015
- EUROPEAN PARLIAMENT, *Debate in Parliament on Money Market Fund*, Procedure: 2013/0306(COD), 4 April 2017
- EUROPEAN PARLIAMENT, *Legislative Observatory, Results of vote in Parliament*, Procedure: 2013/0306(COD), 5 April 2017
- EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY, *ESMA Peer Review – Money Market Fund Guidelines*, 15 April 2013
- EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY, *ESMA Public Statement, Actions to mitigate the impact of COVID-19 on the EU financial markets – External support within the meaning of Article 35 of the MMF Regulation*, ESMA34-39-1096, July 2020
- EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY, *ESMA Consultation Report, EU Money Market Fund Regulation – legislative review*, ESMA34-49-309, 26 March 2021
- EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY, *ESMA Final Report, ESMA opinion on the review of the Money Market Fund Regulation*, ESMA 34-49-437, 14 February 2022
- *FASB Accounting Standards Codification*
- FEDERAL RESERVE BOARD, *Federal Reserve Board Announces Two Enhancements to its Program to Provide Liquidity to Markets*, Sept. 19, 2008
- FEDERAL RESERVE, *Federal Reserve announces extensions of and modifications to a number of its liquidity programs*, June 25, 2009
- FINANCIAL STABILITY BOARD, *Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation. Recommendations of the Financial Stability Board*, 27 October 2011

- FINANCIAL STABILITY BOARD, *Consultative Document. Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking. An Integrated Overview of Policy Recommendations*, November 2012
- G. GENSLER, *Statement on Money Market Fund Reform*, 15 December 2021
- GROUP OF THIRTY, *Financial Reform: A Framework for Financial Stability*, 15 January 2009
- INSTITUTIONAL MONEY MARKET FUNDS ASSOCIATION, *Code of Practice 3-5*, 2012
- INTERNATIONAL CAPITAL MARKETS ASSOCIATION, *Money Market Funds – Draft Report*, AMIC Meeting, Brussels, December 2008
- INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSION, *Money Market Fund Systemic Risk Analysis and Reform Options*. Consultation Report, CR07/12, 27 April 2012
- INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSION, *Policy Recommendations for Money Market Funds*. Final Report, FR07/12, October 2012
- INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSION, *Money Market Funds during the March-April Episode*, Thematic Note, OR03/2020, November 2020
- INVESTMENT COMPANY INSTITUTE, *ICI Statement on Money Market Funds*, Washington, DC, 16 September 2008
- INVESTMENT COMPANY INSTITUTE, *Report of the Money Market Working Group*, 17 March 2009
- INVESTMENT COMPANY INSTITUTE, *Money Market Mutual Fund Assets Historical Data*, April 30, 2009
- INVESTMENT COMPANY INSTITUTE, *Money Market Fund Reform: 2010 SEC Amendments*, in *ICI Statements & Comment Letters*, 2010
- MOODY'S, *Sponsor Support Key to Money Market Funds*, Special Comment, August 2010
- PARLAMENTO EUROPEO, *Risoluzione del Parlamento europeo del 20 novembre 2012 sul sistema bancario ombra*, (2012/2115(INI)), (2015/C 419/06)
- REPORT OF THE PRESIDENT'S WORKING GROUP ON FINANCIAL MARKETS, *Overview of Recent Events and Potential Reform Options for Money Market Funds*, December 2020

- SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *Money Market Reform*, SEC Release No. IC-29132, 27 January 2010
- SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, MONEY MARKET FUND REFORM, *Amendments to Form PF*, Investment Company Act Release No. 30,551, 78 Fed. Reg. 36,834, 36,849, June 2013
- SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, 17 CFR Parts 230, 239 et. al, *Money Market Fund Reform; Amendments to Form PF*; Final Rule, in Federal Register, vol. 79, No. 157, August 2014
- SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *SEC Proposes Amendments to Money Market Fund Rules*, Press Release, December 2021
- SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *Money Market Fund Reforms*, Proposed Rule, 17 CFR Parts 270 and 274, Release No. IC-34441, File No. S7-22-21, December 2021
- SQUAM LAKE GROUP, *Reforming Money Market Funds*, Letter to the Securities and Exchange Commission, January 2011
- TREASURY STRATEGIES, *Money Market Fund Regulations: The Voice of the Treasurer*, Study Commissioned by the Investment Company Institute, April 2012
- U. S. DEPARTMENT OF THE TREASURY, *Treasury Announces Guaranty Program for Money Market Funds*, Sept. 19, 2008
- U. S. DEPARTMENT OF THE TREASURY, *Treasury Announces Extension of Temporary Guarantee Program for Money Market Funds*, Nov. 24, 2008
- U. S. DEPARTMENT OF THE TREASURY, *Treasury Announces Extension of Temporary Guarantee Program for Money Market Funds*, Mar. 31, 2009