CONSIGLIO DELL'UNIONE EUROPEA

Bruxelles, 25 ottobre 2011 (08.11)
(OR. en)

16010/11
ADD 2

Fascicolo interistituzionale: 2011/0295 (COD)

EF 146
ECOFIN 719
DROIPEN 126
CODEC 1804

NOTA DI TRASMISSIONE

Origine:	Commissione europea
Data:	21 ottobre 2011
Destinatario:	Uwe CORSEPIUS, Segretario Generale del Consiglio dell'Unione europea
n. doc. Comm.:	SEC(2011) 1218 definitivo
Oggetto:	Documento di lavoro dei servizi della Commissione relazione sulla valutazione di impatto che accompagna il documento Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato (abuso di mercato) e Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato

Si trasmette in allegato, per le delegazioni, il documento della Commissione SEC(2011) 1218 definitivo.

All.: SEC(2011) 1218 definitivo

COMMISSIONE EUROPEA

Bruxelles, 20.10.2011
SEC(2011) 1218 definitivo

DOCUMENTO DI LAVORO DEI SERVIZI DELLA COMMISSIONE

RELAZIONE SULLA VALUTAZIONE DI IMPATTO

che accompagna il documento

Proposta di
regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio
relativo all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato (abuso di mercato)

e

proposta di
direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio
relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato

{COM(2011) 651 definitivo}
{SEC(2011) 1217 definitivo}

1. DEFINIZIONE DEL PROBLEMA

La direttiva sugli abusi di mercato (MAD) è finalizzata ad accrescere la fiducia degli investitori e l'integrità del mercato vietando a quanti sono in possesso di informazioni privilegiate di negoziare nei relativi strumenti finanziari ("insider trading"), e vietando la manipolazione dei mercati attraverso pratiche come la diffusione di voci o informazioni false e l'effettuazione di transazioni di compravendita che fissano i prezzi a livelli anomali ("manipolazione del mercato").

La MAD introduce una serie di strumenti per impedire e individuare gli abusi di mercato, come gli elenchi delle persone in possesso di informazioni privilegiate, le relazioni su transazioni sospette e la comunicazione delle transazioni effettuate da persone che svolgono funzioni direttive. Essa obbliga inoltre gli emettitori di strumenti finanziari negoziati su un mercato regolamentato a comunicare nei tempi più brevi le informazioni privilegiate in loro possesso con limitate possibilità di ritardare tale comunicazione.

Allo scopo di promuoverne l'applicazione, la direttiva attribuisce alle autorità competenti nazionali il potere di indagare, adottare misure amministrative e imporre sanzioni "effettive, proporzionate e dissuasive".

La MAD ha introdotto un quadro per armonizzare i concetti e le norme essenziali per quanto riguarda gli abusi di mercato e rafforzare la cooperazione tra i regolatori. Tuttavia, i servizi della Commissione hanno individuato una serie di problemi che vengono esaminati nel testo che segue.

1.1. Le lacune esistenti nella regolamentazione di nuovi mercati, piattaforme e strumenti OTC

Se uno strumento finanziario è ammesso alla negoziazione su un mercato regolamentato, tutte le forme di negoziazione di tale strumento rientrano nella MAD, sia che ciò avvenga su un sistema di negoziazione multilaterale (MTF), un sistema elettronico di intermediazione ("crossing network") oppure "over-the-counter" (OTC). Inoltre, nel caso dell'abuso di informazioni privilegiate (anche se non in quella della manipolazione del mercato), il divieto si estende anche agli strumenti finanziari non ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato, ma il cui valore dipende da tale strumento finanziario.

Tuttavia, l'accento posto sugli strumenti negoziati sui mercati regolamentati è stato superato dagli sviluppi di mercato. L'aumento della concorrenza e dell'uso della tecnologia ha portato ad un maggiore uso degli MTF e di altri sistemi organizzati di negoziazione (come le "crossing networks") per negoziare strumenti finanziari. Si è registrata inoltre una crescita dei mercati OTC. Se uno strumento non è ammesso alla negoziazione su un mercato regolamentato ma viene negoziato solo su un sistema multilaterale di negoziazione, un altro tipo di sistema o fuori borsa (OTC), esso non rientra nella MAD.

È stata espressa la preoccupazione che la crescente frammentazione della negoziazione tra diversi mercati possa impedire l'effettiva applicazione delle norme mentre le diverse norme di sorveglianza secondo il tipo di sede di negoziazione possa

creare disparità di condizioni operative. Infine, l'accresciuta tendenza verso negoziazioni automatiche e ad alta frequenza ha posto il problema di come i regolatori possano monitorare tali forme di negoziazione e se la MAD intercetti adeguatamente strategie specifiche che possono costituire pratiche abusive.

1.2. Le lacune nella regolamentazione dei mercati delle merci e degli strumenti derivati sulle merci

Gli abusi di mercato possono essere commessi in modo trasversale ai mercati e alle frontiere e questo solleva particolari preoccupazioni nel caso dei mercati delle merci e degli strumenti derivati collegati, nei quali le norme sulla trasparenza e l'integrità del mercato si applicano ai mercati degli strumenti derivati ma non ai mercati sottostanti.

Attualmente la MAD non prevede l'obbligo delle autorità di vigilanza finanziaria di tener conto degli sviluppi in atto sui mercati delle merci fisiche quando monitorano i mercati finanziari per individuare eventuali abusi di mercato o di cooperare e scambiare informazioni con i regolatori dei mercati fisici nell'UE o in paesi terzi. Questa mancanza di cooperazione tra regolatori dei mercati fisici e finanziari potrebbe minare l'integrità di entrambi tali mercati.

I mercati delle merci, al contrario dei mercati finanziari, non sono soggetti alle stesse norme sulla trasparenza e l'integrità dei mercati per quanto riguarda l'attività di negoziazione. La negoziazione di strumenti derivati che falsa il prezzo degli strumenti finanziari è vietata. Tuttavia, le negoziazioni sui strumenti derivati che falsano i prezzi dei mercati fisici sottostanti e le negoziazioni sui mercati fisici che falsano i prezzi degli strumenti finanziari non rientrano nella attuale definizione di manipolazione del mercato. I regolatori hanno espresso preoccupazioni in merito all'uso dei mercati degli strumenti derivati per manipolare i mercati delle merci sottostanti.

Inoltre, non esistono norme generali che specificano quali informazioni devono essere comunicate ai mercati delle merci e vi sono preoccupazioni in merito ad una mancanza di trasparenza di informazioni fondamentali del mercato delle merci. Vi è un problema per gli investitori sui mercati degli strumenti derivati sulle merci, in quanto il valore di un derivato è in larga misura determinato dallo strumento o merce sottostante. Ciò pone un problema anche per le autorità di vigilanza che non possono monitorare le transazioni effettuate su tali mercati per quanto riguarda eventuali abusi.

1.3. I regolatori non possono applicare effettivamente le norme

Anzitutto, le autorità di regolamentazione non dispongono di alcuni poteri necessari per individuare gli abusi di mercato, come ricevere rapporti in merito a transazioni sospette in strumenti derivati OTC, anche quando questi possono essere utilizzati per compiere abusi di mercato. In alcuni Stati membri i regolatori non sono in grado di ottenere le registrazioni esistenti di dati telefonici dagli operatori delle telecomunicazioni che sono necessarie per ottenere prove a fini di indagine e per poter sanzionare abusi di mercato, in particolare per l'abuso di informazioni privilegiate. Di conseguenza, gli abusi di mercato specifici soggetti alle sanzioni amministrative possono non essere individuati e non venire sanzionati. L'accesso a

questo tipo di dati è considerato uno strumento essenziale per espletare i compiti di indagine e applicazione delle norme dei regolatori finanziari. Alcuni regolatori non possono entrare in locali privati e sequestrare documenti. Inoltre, i regolatori possono essere privati dell'accesso a importanti informazioni primarie su transazioni sospette provenienti da "informatori" in quanto queste fonti di informazioni mancano di incentivi e non possono essere sufficientemente protette. Inoltre, i regolatori non dispongono di strumenti per combattere i casi di "tentativo di manipolazione del mercato", quando una persona tenta, senza riuscirvi, di manipolare il mercato.

In secondo luogo, non tutte le autorità competenti dispongono di un arsenale completo di poteri sanzionatori che li metta in condizione di rispondere a tutti i tipi di abusi con sanzioni appropriate. Ad esempio, in 8 Stati membri, le autorità competenti non hanno la possibilità di revocare le licenze in caso di violazioni. Inoltre, in alcuni Stati membri il livello delle ammende amministrative è considerato basso e non sufficientemente dissuasivo. Quando i guadagni ottenuti grazie ad un reato di abuso di mercato sono superiori alle possibili sanzioni, l'effetto deterrente di quest'ultime viene vanificato. Inoltre, non tutte le autorità competenti garantiscono che le sanzioni imposte vengano pubblicate, il che è un elemento importante ai fini dell'effettiva applicazione. Infine, in alcuni Stati membri le sanzioni penali, che hanno un importante effetto deterrente, non sono disponibili per taluni reati di abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato. Tale divergenza mina il mercato unico, lascia spazio all'arbitraggio normativo e complica la cooperazione transfrontaliera delle autorità incaricate dell'applicazione della legge.

1.4. Mancanza di chiarezza e certezza del diritto

La direttiva MAD prevede una serie di opzioni e discrezionalità nonché disposizioni che lasciano un margine di interpretazione nell'applicazione pratica. Tali divergenze e ambiguità hanno portato a differenze nelle norme applicabili negli Stati membri. Il rapporto De Larosière ha individuato nelle opzioni e discrezionalità una delle ragioni delle distorsioni di concorrenza e dell'arbitraggio normativo, e quindi un ostacolo al funzionamento efficiente del mercato unico. In particolare questo problema riguarda il concetto di pratiche di mercato riconosciute, la comunicazione di informazioni privilegiate da parte degli emittenti e l'obbligo per quanti svolgono funzioni direttive presso gli emittenti di segnalare le proprie transazioni in strumenti finanziari.

1.5. Oneri amministrativi sproporzionati per gli emittenti, in particolare le PMI

È stata espressa preoccupazione per il fatto che solo poche PMI cercano di raccogliere capitali sui mercati dei valori mobiliari, in quanto i costi iniziali e di funzionamento delle quotazioni superano i benefici e la legislazione dell'UE rappresenta un ostacolo per accedere ai mercati finanziari troppo alto per le PMI. Se la MAD dovesse essere estesa agli MTF senza alcuna correzione, le PMI quotate su tali mercati dovrebbero affrontare costi più elevati di quelli attuali, in quanto i mercati delle PMI in diversi Stati membri hanno un regime adattato a queste imprese al fine di ridurne i costi. Le parti interessate hanno individuato come particolarmente problematici a questo riguardo gli obblighi di comunicare informazioni sensibili sotto il profilo dei prezzi, di redigere degli elenchi di persone in possesso di informazioni privilegiate e di segnalare le transazioni di quanto svolgono mansioni direttive. Si ritiene che questo comporti spese e oneri amministrativi notevoli per le società quotate più piccole.

2. LO SCENARIO DI BASE E LA SUSSIDIARIETÀ

Se non vengono prese iniziative a livello UE i problemi summenzionati sono probabilmente destinati a restare senza una risposta coordinata e a ripetersi in futuro. La conseguenza sarebbe che alcuni mercati e transazioni non sarebbero soggetti alle norme sugli abusi di mercato, determinati abusi non verrebbero sanzionati o lo sarebbero in misura insufficiente e persisterebbero gli oneri amministrativi derivanti dalle differenze esistenti nelle legislazioni nazionali. Sebbene tutti i problemi delineati sopra presentino importanti implicazioni per ogni singolo Stato membro, il loro impatto complessivo può essere pienamente percepito solo in un contesto transfrontaliero. Questo perché gli abusi di mercato possono essere compiuti ovunque un determinato strumento sia quotato, oppure fuori borsa ("over the counter"), e vi è quindi un rischio reale che le risposte nazionali agli abusi di mercato possano essere aggirate o restare inefficaci in assenza di un'azione a livello dell'UE. Inoltre, un approccio coerente è essenziale per evitare l'arbitraggio normativo. In questo contesto l'iniziativa dell'UE appare appropriata in base al principio di sussidiarietà.

Il principio di proporzionalità prevede che ogni intervento sia mirato e non vada oltre quanto è necessario per raggiungere gli obiettivi. Questo è stato il principio guida nell'individuazione di opzioni alternative, nonché nell'analisi e comparazione delle varie opzioni.

3. OBIETTIVI

Alla luce dell'analisi del problema che precede, gli obiettivi generali della revisione della direttiva sugli abusi di mercato consistono nell'incrementare l'integrità del mercato e la protezione degli investitori, garantendo un unico testo normativo, pari condizioni operative e accrescendo l'attrattività dei mercati dei valori mobiliari per la raccolta di capitali per le PMI.

Il conseguimento dei suddetti obiettivi generali comporta la realizzazione dei seguenti obiettivi politici più specifici:

(1) garantire che le norme tengano il passo degli sviluppi di mercato

(2) garantire l'effettiva applicazione delle norme sugli abusi di mercato

(3) aumentare l'efficienza del regime normativo sugli abusi di mercato garantendo una maggiore chiarezza e la certezza del diritto

(4) ove possibile ridurre gli oneri amministrativi, in particolare per le PMI

4. OPZIONI

Le opzioni strategiche sono raggruppate in funzione degli obiettivi operativi che derivano dai summenzionati obiettivi specifici.

4.1. Impedire gli abusi di mercato su mercati organizzati, piattaforme e transazioni OTC

(1) opzione 1 – nessun intervento da parte della UE

(2) opzione 2 – estendere le norme sugli abusi di mercato ai Credit Default Swaps (CDS)

(3) opzione 3 – estendere le norme sulla manipolazione del mercato agli strumenti OTC

(4) opzione 4 – estendere le norme sugli abusi di mercato agli strumenti ammessi alla negoziazione solo su MTF

(5) opzione 5 – estendere le norme sugli abusi di mercato agli strumenti ammessi alla negoziazione solo su altri sistemi di negoziazione (diversi dagli MTF)

(6) opzione 6 – estendere le norme sugli abusi di mercato agli strumenti negoziati bilateralmente fuori borsa (OTC)

(7) opzione 7 – migliorare la vigilanza sulle negoziazioni ad alta frequenza

(8) opzione 8 – migliorare la sorveglianza delle società di investimento che gestiscono sistemi di negoziazione come gli MTF.

4.2. Impedire abusi di mercato sui mercati delle merci e degli strumenti derivati collegati

(1) opzione 1 – nessun intervento da parte della UE

(2) opzione 2 – ampliare le definizioni di informazione privilegiata e manipolazione del mercato per includere i contratti a pronti su merci

(3) opzione 3 – definire il concetto di informazione privilegiata per gli strumenti derivati su merci

(4) opzione 4 – obbligo per gli operatori sul mercato a pronti di rispondere alle richieste di informazioni delle autorità competenti

(5) opzione 5 – promuovere la cooperazione internazionale tra i regolatori dei mercati finanziari e fisici

(6) opzione 6 – imporre agli emittenti di strumenti derivati su merci di pubblicare le informazioni sensibili sotto il profilo dei prezzi

(7) opzione 7 – chiarire il concetto di manipolazione del mercato per gli strumenti derivati su merci.

4.3. Garantire che i regolatori dispongano delle informazioni e dei poteri necessari per applicare effettivamente le norme

(1) opzione 1 – nessun intervento da parte della UE

(2) opzione 2 – prevedere la segnalazione di ordini sospetti e transazioni OTC

(3) opzione 3 – proibire i tentativi di manipolazione del mercato

(4) opzione 4 – garantire l'accesso ai dati e alle registrazioni telefoniche degli operatori delle telecomunicazioni per indagare e sanzionare gli abusi di mercato, ferme restando le garanzie di legge

(5) opzione 5 – garantire l'accesso a locali privati per sequestrare documenti al fine di indagare e sanzionare gli abusi di mercato, ferme restando le garanzie di legge

(6) opzione 6 – offrire protezione e incentivi agli informatori.

4.4. Garantire sanzioni coerenti, efficaci e dissuasive

(1) opzione 1 – nessun intervento da parte della UE

(2) opzione 2 – norme minime comuni per sanzioni e misure amministrative

(3) opzione 3 – sanzioni e misure amministrative uniformi

(4) opzione 4 – requisito di sanzioni penali

(5) opzione 5 – norme minime comuni per sanzioni penali

(6) opzione 6 – migliore applicazione delle sanzioni.

4.5. Ridurre o eliminare opzioni e discrezionalità

(1) opzione 1 – nessun intervento da parte della UE

(2) opzione 2 – armonizzare le pratiche di mercato riconosciute

(3) opzione 3 – eliminare pratiche di mercato riconosciute e ridurre gradualmente le pratiche esistenti.

4.6. Precisare determinati concetti essenziali

(1) opzione 1 – nessun intervento da parte della UE

(2) opzione 2 – precisare le condizioni per la comunicazione differita di informazioni privilegiate

(3) opzione 3 – segnalare la comunicazione differita di informazioni privilegiate

(4) opzione 4 – stabilire le condizioni per una comunicazione differita in casi di importanza sistemica

(5) opzione 5 – precisare le forme di segnalazione delle transazioni di quanti svolgono funzioni direttive.

4.7. Ridurre gli oneri amministrativi, in particolare per le PMI

(1) opzione 1 – nessun intervento da parte della UE

(2) opzione 2 – adottare un regime PMI per la comunicazione di informazioni privilegiate

(3) opzione 3 – prevedere l'esenzione delle PMI per la comunicazione di informazioni privilegiate

(4) opzione 4 – armonizzare gli elenchi delle persone in possesso di informazioni privilegiate

(5) opzione 5 – prevedere l'esenzione delle PMI per quanto riguarda gli elenchi delle persone in possesso di informazioni privilegiate

(6) opzione 6 – abolire la segnalazione delle transazioni effettuate da quanti svolgono funzioni direttive

(7) opzione 7 – armonizzare i requisiti relativi alla segnalazione delle transazioni di quanti svolgono funzioni direttive aumentando la soglia per tutti gli emittenti, incluse le PMI

(8) opzione 8 – adottare un regime PMI per la segnalazione delle transazioni di quanti svolgono funzioni direttive.

5. VALUTAZIONE DEGLI IMPATTI DELLE OPZIONI PRESCELTE

Le diverse opzioni strategiche sono state verificate in base ai criteri della loro efficacia ed efficienza nel conseguire i relativi obiettivi. Il confronto tra le opzioni strategiche porta alle seguenti conclusioni:

– *mercati organizzati, piattaforme e transazioni OTC:* l'opzione preferita è una combinazione delle opzioni 2, 3, 4, 5, 7 e 8. La combinazione delle opzioni 4, 5 e 8 garantirebbe pari condizioni operative e un elevato livello di protezione degli investitori e integrità del mercato per quanto riguarda gli strumenti finanziari, indipendentemente dalla sede di negoziazione sulla quale sono ammessi. La combinazione delle opzioni 2 e 3 garantirebbe che anche la manipolazione del mercato degli strumenti sottostanti attraverso strumenti derivati OTC come i CDS sarebbe chiaramente vietata. L'opzione 7 renderebbe più facile per i regolatori individuare e sanzionare pratiche di manipolazione del mercato attraverso la negoziazione ad alta frequenza.

– *Strumenti derivati sulle merci:* l'opzione preferita è una combinazione delle opzioni 3, 4, 5 e 7. La combinazione di queste opzioni permette di precisare le definizioni e i divieti esistenti, garantendo la presa in considerazione di tutte le strategie di manipolazione tra i vari strumenti e offrendo pari condizioni operative a tutti gli investitori. Sotto il profilo dei costi, la copertura ("hedging") può divenire più onerosa per i produttori e i controllori dovranno investire in ulteriori strumenti di monitoraggio e di elaborazione di dati. Sotto il profilo dei benefici,

sarà più chiaro per gli investitori quali informazioni possono aspettarsi di ricevere e come devono comportarsi sui mercati degli strumenti derivati.

– *I poteri dei regolatori:* l'opzione preferita è una combinazione delle opzioni 2, 3, 4, 5 e 6. La combinazione di queste opzioni garantisce ai regolatori di disporre dei poteri adeguati per individuare gli abusi di mercato, in particolare facilitando l'individuazione di ordini e transazioni OTC sospette, e per sanzionare i tentativi di manipolazione del mercato. Il pacchetto garantirà che quando vi siano ragionevoli motivi per sospettare abusi di mercato, le autorità competenti dispongano del potere di accedere alle registrazioni dei dati telefonici degli operatori delle telecomunicazioni e di entrare in locali privati, ferme restando le garanzie di legge, in linea con la direttiva "e-privacy" e la carta dei diritti fondamentali. Infine, il pacchetto migliorerà l'individuazione dei reati fornendo protezione contro le ritorsioni e incentivi per gli informatori.

– *Sanzioni:* l'opzione preferita è una combinazione delle opzioni 2, 4 e 6. Queste opzioni, che si rafforzano reciprocamente, garantiranno sanzioni efficaci, proporzionate e deterrenti nel quadro normativo sugli abusi di mercato. In conformità all'articolo 83, paragrafo 2, del trattato (TFUE), l'introduzione di un requisito per sanzioni penali relative ai reati di abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato, definiti a livello dell'Unione, è considerato essenziale e proporzionato per il funzionamento del mercato interno.

– *Opzioni e discrezionalità:* l'opzione privilegiata è la numero 3. Attuare quest'opzione ridurrebbe una fonte di incertezza giuridica, chiarirebbe il quadro giuridico applicabile e costituirebbe un passo in avanti verso la creazione di un testo normativo unico nell'UE.

– *Concetti fondamentali:* l'opzione preferita è una combinazione delle opzioni 3, 4 e 5. La combinazione di queste opzioni garantirebbe una maggiore certezza del diritto per quanto riguarda le comunicazioni differite e le transazioni di quanto svolgono funzioni direttive eliminando un'opzione nella direttiva.

– *PMI/Oneri amministrativi:* l'opzione preferita è una combinazione delle opzioni 2, 4, 5 e 7. Queste quattro opzioni ridurrebbero gli oneri amministrativi connessi ai requisiti relativi agli emittenti previsti nel quadro normativo sugli abusi di mercato e stabilirebbero un regime normativo specifico sugli abusi di mercato per le PMI riducendone gli oneri amministrativi.

6. MONITORAGGIO E VALUTAZIONE

La Commissione intende monitorare l'applicazione da parte degli Stati membri delle modifiche proposte nella iniziativa legislativa sugli abusi di mercato. Le conseguenze dell'applicazione della misura legislativa potrebbero essere valutate tre anni dopo la sua entrata in vigore nel contesto di una relazione al Consiglio e al Parlamento europeo. Essa potrebbe basarsi sui dati forniti dalle autorità nazionali competenti relativi alle sanzioni comminate per abusi di mercato e su una relazione dell'AESFEM sull'esperienza acquisita dai regolatori.