



COMMISSIONE EUROPEA

Bruxelles, 15.9.2010
SEC(2010) 1056

DOCUMENTO DI LAVORO DEI SERVIZI DELLA COMMISSIONE

SINTESI DELLA VALUTAZIONE DELL'IMPATTO

Documento di accompagnamento alla

Proposta di

REGOLAMENTO DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO

RELATIVO ALLE VENDITE ALLO SCOPERTO E AI CREDIT DEFAULT SWAP

{COM(2010) 482 definitivo}
{SEC(2010) 1055}

1. DEFINIZIONE DEL PROBLEMA

Al culmine della crisi finanziaria dell'autunno 2008, le autorità competenti degli Stati Uniti d'America e di diversi Stati membri dell'UE hanno adottato provvedimenti eccezionali diretti a limitare o vietare le vendite allo scoperto di alcune o di tutte le categorie di azioni. Tali interventi sono stati conseguenti alla preoccupazione che, in un momento di notevole instabilità finanziaria, le vendite allo scoperto stessero aggravando la spirale della discesa dei prezzi delle azioni, in particolare degli istituti finanziari, in misura tale da minacciarne la solidità finanziaria e creare rischi sistemici. I provvedimenti adottati dagli Stati membri divergono tra loro in quanto l'Unione europea manca di un quadro legislativo specifico che si occupi delle questioni collegate alle vendite allo scoperto.

Nel marzo 2010 alcuni governi hanno manifestato preoccupazioni anche per il possibile ruolo svolto dalle operazioni sui derivati, in particolare i credit default swap (CDS), in relazione ai prezzi delle obbligazioni sovrane della Grecia. Alcuni Stati membri hanno adottato delle restrizioni temporanee o definitive a livello nazionale in merito alle vendite allo scoperto e ai CDS.

La vendita allo scoperto è una operazione con la quale un soggetto vende un titolo che non possiede con l'intenzione di riacquistare un titolo identico in un momento successivo per essere in grado di consegnarlo al compratore. Si distingue in due tipi: la vendita allo scoperto con provvista di titoli garantita (*covered short selling*), nella quale il venditore ha preso accordi per poter prendere a prestito i titoli prima della vendita e la vendita allo scoperto senza provvista di titoli garantita (*uncovered o naked*), nella quale il venditore non ha preso a prestito i titoli al momento della vendita allo scoperto. Oltre alla vendita allo scoperto sui mercati a pronti, si può arrivare ad una posizione corta netta anche attraverso l'uso di derivati, sia che vengano negoziati nelle borse che fuori borsa (*over-the-counter (OTC)*).

Un credit default swap è un prodotto derivato che opera come forma di assicurazione nei confronti del rischio di inadempimento (*credit default*) di una società o di uno Stato. A fronte del pagamento di un premio annuale, l'acquirente di un CDS è protetto dal venditore del CDS contro il rischio di inadempimento di un determinato soggetto di riferimento. Se il soggetto di riferimento è inadempiente, il venditore della protezione versa all'acquirente il valore nominale dello strumento in cambio della consegna materiale dello strumento di riferimento, anche se il regolamento può avvenire anche in contanti.

1.1. Rischio di spirali negative dei prezzi

Le vendite allo scoperto possono contribuire ad un sistema di prezzatura più efficiente impedendo ai prezzi dei titoli di riflettere solo le valutazioni più ottimistiche degli investitori. Tuttavia, soprattutto quando i mercati sono in difficoltà e la fiducia nella finanza viene a mancare, vi è il rischio che le vendite allo scoperto creino l'impressione che sul mercato vi sia più offerta di quanta ve ne sia in realtà, provocando una spinta a vendere (il cosiddetto "comportamento gregario"). Ciò può portare ad una eccessiva pressione al ribasso dei prezzi dei titoli. Il rischio di spirali negative dei prezzi che si alimentano da sole, che può portare a mercati in difficoltà e

perfino a rischi sistemici, costituisce la preoccupazione principale delle autorità di regolamentazione nei confronti delle vendite allo scoperto.

Oltre alle vendite allo scoperto sui mercati a pronti, anche le operazioni sui derivati come i CDS possono essere utilizzate per garantire una posizione economica corta. Acquistare un CDS senza detenere un interesse assicurabile sottostante (*naked CDS*) da un punto di vista economico equivale a vendere allo scoperto un'obbligazione, in quanto l'acquirente ottiene un beneficio in caso di aumento del prezzo del CDS. Diversi governi e autorità di regolamentazione europei hanno manifestato preoccupazioni nei confronti dei CDS e della loro incidenza sui mercati obbligazionari assieme al timore che ciò possa provocare turbative dei prezzi sui mercati obbligazionari e quindi costi di finanziamento più elevati per gli Stati.

1.2. Rischio di mancato regolamento associato alle vendite allo scoperto senza provvista di titoli garantita

Il rischio che il venditore allo scoperto non sia in grado di consegnare i titoli all'acquirente alla data del regolamento assieme al rischio di una maggiore volatilità dei prezzi, costituiscono i rischi principali che alcune autorità di regolamentazione associano alle vendite allo scoperto senza provvista di titoli garantita. Nonostante non siano disponibili molti dati relativi ai mancati regolamenti in Europa l'indicazione che se ricava è che la frequenza di questo fenomeno sia piuttosto limitata. La maggior parte delle autorità di regolamentazione ha dichiarato di avere poca esperienza in materia di vendite allo scoperto senza provvista di titoli garantita o di connessi problemi di regolamento, o che i rischi sono limitati e potrebbero essere affrontati mediante una disciplina dei regolamenti. Alcune autorità di regolamentazione, però, ritengono che questo tipo di vendite allo scoperto creino un rischio reale di mancati regolamenti, nonché quello di una maggiore volatilità dei prezzi, che dovrebbero essere affrontati. Queste autorità di regolamentazione hanno espresso la preoccupazione che in casi estremi le vendite allo scoperto senza provvista di titoli garantita possano esercitare un'enorme pressione sui prezzi delle azioni, in grado di minacciare la stabilità del sistema finanziario. Questo perché la vendita allo scoperto senza provvista di titoli garantita consente di vendere, in linea di principio, un quantitativo illimitato di azioni in uno spazio di tempo molto breve in quanto il venditore non deve prima prendere a prestito o reperire le azioni.

1.3. Lacune nella trasparenza

Nella maggior parte degli Stati membri dell'UE non sono attualmente previsti obblighi di comunicazione in merito alle vendite allo scoperto o alle operazioni su CDS e quindi tali Stati membri non possono accedere direttamente ai dati sulle posizioni corte detenute nelle loro giurisdizioni; anche se, in conseguenza della crisi finanziaria, alcuni Stati membri hanno introdotto diversi obblighi di comunicazione delle vendite allo scoperto. Le autorità di regolamentazione hanno espresso la preoccupazione che questa situazione renda loro difficile individuare il costituirsi di posizioni che potrebbero avere conseguenze sulla stabilità dei mercati. L'obbligo di comunicazione può aiutare le autorità di regolamentazione a capire quando ciò si sta verificando e a individuare eventuali strategie aggressive che contribuirebbero al disordine dei mercati.

Vi è inoltre il rischio di asimmetrie informative tra venditori allo scoperto informati e altri partecipanti al mercato meno informati. La comunicazione al pubblico fornisce informazioni agli altri partecipanti al mercato sui movimenti dei prezzi che i venditori allo scoperto prevedono e questo potrebbe migliorare l'efficienza del meccanismo di comunicazione dei prezzi. La trasparenza nei confronti del mercato dovrebbe permettere inoltre di mettere a disposizione di tutti gli investitori maggiori informazioni in merito ai giudizi che alcuni investitori danno di un determinato titolo.

È stata espressa inoltre, da alcune autorità di regolamentazione, la preoccupazione che gli speculatori possano far scendere le quotazioni delle obbligazioni di Stato utilizzando i credit default swap (CDS). La preoccupazione di queste autorità è che, in mancanza di informazioni sulle operazioni in derivati e titoli obbligazionari sovrani, diventi più difficile per loro individuare la costituzione di posizioni che potrebbero provocare instabilità finanziaria, nonché eventuali abusi di mercato.

1.4. Arbitraggio normativo e aumento dei costi di adeguamento alla normativa

Le risposte divergenti degli Stati membri ai problemi relativi alle vendite allo scoperto lasciano spazio all'arbitraggio normativo, in quanto gli investitori potrebbero cercare di aggirare le restrizioni vigenti in una giurisdizione effettuando le operazioni in un'altra. Tale frammentazione normativa potrebbe portare inoltre ad un aumento dei costi di adeguamento alla normativa dei partecipanti al mercato, in particolare per quelli che operano su più mercati, in quanto dovrebbero adottare sistemi diversi per conformarsi a normative diverse in Stati membri diversi.

2. LO SCENARIO DI BASE E LA SUSSIDIARIETÀ

Se non vengono prese iniziative a livello UE i problemi summenzionati sono destinati a restare senza una risposta coordinata e a ripetersi in futuro. La Commissione europea ritiene che le soluzioni proposte rispettino il principio di sussidiarietà. Anzitutto, perché vi è un rischio reale che le iniziative prese a livello nazionale nei confronti delle vendite allo scoperto e delle operazioni sui CDS possano essere aggirate o rese inefficaci in assenza di un'iniziativa a livello dell'UE. In secondo luogo, tali provvedimenti non coordinati sono molto più costosi per i partecipanti al mercato. Infine, alcuni aspetti di tale questione sono già in parte coperti dall'*acquis*, in particolare dalla direttiva sugli abusi di mercato, dalla direttiva sulla trasparenza e dalla direttiva relativa ai mercati degli strumenti finanziari. Pertanto una proposta sulle vendite allo scoperto e i suddetti strumenti giuridici esistenti dovrebbero completarsi a vicenda.

3. OBIETTIVI

Alla luce dell'analisi dei rischi e dei problemi summenzionati, gli obiettivi generali della proposta legislativa sulle vendite allo scoperto consistono nel ridurre i rischi per la stabilità finanziaria, i rischi sistemici e i rischi per l'integrità del mercato derivanti dalle vendite allo scoperto e impedire la frammentazione del mercato, migliorando in tal modo l'efficienza del mercato interno.

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

- (1) riduzione del rischio di spirali negative dei prezzi derivanti da posizioni corte (tra cui quelle ottenute tramite i CDS);
- (2) miglioramento della trasparenza sulle posizioni corte (tra cui quelle ottenute tramite i CDS);
- (3) riduzione del rischio di mancato regolamento connesso alle vendite allo scoperto senza provvista di titoli garantita; nonché
- (4) riduzione del margine di manovra per l'arbitraggio normativo e i costi di adeguamento alla normativa.

4. OPZIONI STRATEGICHE

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

4.1. Opzioni strategiche per garantire che le autorità di regolamentazione dispongano chiaramente del potere di limitare o vietare le vendite allo scoperto o i CDS nei mercati in difficoltà

- (1) Opzione 1 – non prendere iniziative a livello UE.
- (2) Opzione 2 - introdurre la possibilità per le autorità nazionali competenti di limitare temporaneamente le vendite allo scoperto di uno strumento finanziario ammesso alle negoziazioni su un mercato organizzato, il cui prezzo sia sceso oltre una soglia quantitativa specifica, ad esempio il 10% (sospensione delle negoziazioni, il cosiddetto *circuit breaker*).
- (3) Opzione 3 – introdurre una norma che vieta le vendite allo scoperto di uno strumento finanziario ammesso alla negoziazione su un mercato organizzato tranne che ad un prezzo superiore all'ultimo prezzo scambiato di tale strumento o all'ultimo prezzo scambiato qualora tale prezzo sia superiore al prezzo della quotazione precedente (*uptick rule*).
- (4) Opzione 4 – introdurre un divieto sui CDS scoperti (un contratto su CDS viene considerato scoperto quando lo si stipula senza avere un interesse assicurabile sottostante). Compatibile con le opzioni 2 e 3.
- (5) Opzione 5 – attribuire alle autorità nazionali competenti il potere di limitare o vietare temporaneamente le vendite allo scoperto di alcuni o tutti gli strumenti finanziari o le operazioni su CDS in situazioni eccezionali, con il coordinamento dell'ESMA conformemente all'articolo 6 *bis*, paragrafo 5, del regolamento .../CE che istituisce l'ESMA e fatti salvi i poteri dell'ESMA a norma dell'articolo 10 del presente regolamento. Compatibile con le opzioni 2, 3 e 4.

- (6) Opzione 6 – introdurre un divieto permanente sulle vendite allo scoperto di tutti gli strumenti finanziari che possono essere venduti allo scoperto. Compatibile con l'opzione 4.
- (7) Opzione 7 – introdurre un divieto o restrizioni permanenti sui CDS. Compatibile con le opzioni 2, 3 e 6.

4.2. Opzioni strategiche per garantire che le autorità di regolamentazione e i mercati dispongano delle informazioni sulle posizioni corte (anche attraverso i CDS)

- (1) Opzione 1 – non prendere iniziative a livello UE
- (5) Opzione 2 – introdurre un sistema di contrassegnazione (*flagging*) delle operazioni di vendita allo scoperto in modo che le autorità di regolamentazione possano individuare le operazioni "lunghe" e le operazioni "corte".
- (6) Opzione 3 – notifica di posizioni corte all'autorità di regolamentazione. Compatibile con l'opzione 2.
- (7) Opzione 4 – comunicazione al pubblico di posizioni corte. Compatibile con le opzioni 2 e 3.
- (8) Opzione 5 – comunicazione aggregata di posizioni corte (vale a dire che le singole posizioni corte di investitori non sono comunicate). Compatibile con le opzioni 2, 3 e 4.
- (9) Opzione 6 – comunicazione di singole posizioni corte nette importanti. Compatibile con le opzioni 2, 3 e 4.
- (10) Opzione 7 – esenzione dagli obblighi di comunicazione per le attività di *market making* e determinate operazioni sul mercato primario. Compatibile con le opzioni 2-6.

4.3. Opzioni strategiche per garantire determinati obblighi nella sede di negoziazione e rafforzare la disciplina dei regolamenti

- (1) Opzione 1 – non prendere iniziative a livello UE.
- (2) Opzione 2 – introdurre l'obbligo per cui, prima di effettuare una vendita allo scoperto, il venditore deve avere preso a prestito i titoli, avere stipulato un accordo per prendere a prestito i titoli o aver concluso altri accordi che garantiscono che il soggetto in questione sarà in grado di prendere a prestito i titoli al momento del regolamento (obbligo di reperimento).
- (3) Opzione 3 – introdurre delle norme UE relative alla disciplina dei regolamenti in base alle quali quanti effettuano vendite allo scoperto senza essere in grado di consegnare i titoli si espongono a sanzioni adeguate, che prevedono procedure di *buy-in* e ammende da pagare in caso di mancato regolamento. Compatibile con l'opzione 2.

- (4) Opzione 4 – introdurre un divieto di vendite allo scoperto senza provvista di titoli garantita.
- (5) Opzione 5 – esenzione per le attività di *market making* e determinate operazioni sul mercato primario. Compatibile con le opzioni 2, 3 e 4.

4.4. Opzioni strategiche per garantire una risposta coordinata da parte degli Stati membri dell'UE alle vendite allo scoperto e ai CDS

Tale obiettivo dovrebbe essere conseguito attraverso le tre categorie di opzioni menzionate sopra. Inoltre, la scelta dello strumento giuridico dovrebbe mirare anche a garantire delle risposte nazionali coordinate.

5. VALUTAZIONE E CONFRONTO DELLE OPZIONI

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:

- *Chiarezza dei poteri a disposizione*: l'opzione preferita è una combinazione dell'opzione 5 (poteri di emergenza) e dell'opzione 2 (sospensione delle negoziazioni). Una combinazione delle due opzioni darebbe alle autorità di regolamentazione uno strumento per imporre un divieto di breve termine delle vendite allo scoperto su mercati organizzati nel caso di un calo dei prezzi significativo nonché la possibilità di imporre un divieto temporaneo di durata più lunga, che comprenda anche i derivati, nel caso di una situazione eccezionale.
- *Trasparenza*: l'opzione preferita è una combinazione delle opzioni 2, 3, 4, 6 e 7. Combinando le opzioni 3 e 4, verrebbe pienamente raggiunto l'obiettivo della trasparenza sia per le autorità di regolamentazione che per il mercato. Inoltre, una soglia più alta per la comunicazione al mercato ridurrebbe l'impatto sulla liquidità, garantendo al tempo stesso che le autorità di regolamentazione possano ottenere i dati richiesti. Anche l'opzione 6 (comunicazione individuale) dovrebbe rientrare tra le opzioni preferite, in quanto permette di raggiungere in modo più completo gli obiettivi fornendo al mercato maggiori dettagli e trasparenza. L'opzione 2 (contrassegnazione) permette di completare in modo efficace gli obblighi di comunicazione fornendo alle autorità di regolamentazione dati in tempo reale su tutte le posizioni corte, includendo le posizioni nel durante e aiutando le autorità di regolamentazione a garantire l'applicazione delle regole. Infine, l'opzione 7 (esenzione per le operazioni di *market making* e sul mercato primario) salvaguarderebbe l'importante ruolo di fornitura di liquidità che svolgono queste attività, limitando in tal modo l'impatto potenziale che avrebbero gli obblighi di comunicazione sulla liquidità.
- *Disciplina dei regolamenti*: l'opzione preferita è una combinazione delle opzioni 2, 3 e 5. Se le opzioni 2 e 3 venissero combinate, la disciplina dei regolamenti sarebbe rafforzata sia dagli obblighi previsti dalla sede di negoziazione che dalle procedure di *buy-in* e dalle sanzioni pecuniarie, conseguendo in tal modo in maniera molto efficiente l'obiettivo operativo perseguito. Combinando l'opzione 5 con le opzioni 2 e 3, si avrebbe una limitazione sia dell'impatto negativo

potenziale sulla liquidità attraverso un'esenzione armonizzata per il *market making* sia del potenziale di arbitraggio normativo e dei costi di adeguamento alla normativa dovuti alle diverse esenzioni esistenti all'interno dell'UE.

- *Risposta coordinata*: la cooperazione non legislativa non viene presa in considerazione in quanto non offre una soluzione efficace alle iniziative nazionali non coordinate lasciando spazio all'arbitraggio normativo e a costi di adeguamento alla normativa più elevati. Un regolamento è da preferire ad una direttiva in quanto è immediatamente applicabile, garantisce regole uniformi in tutta l'UE e i soggetti interessati dalle sue disposizioni dipenderebbero da esse immediatamente.

6. IMPATTO DELLE OPZIONI PRESCELTE

	Impatto sulle parti interessate	Efficacia	Efficienza
Opzioni 2 + 5 (sospensione delle negoziazioni e poteri in circostanze eccezionali)	(+++) <i> le autorità di regolamentazione possono vietare le vendite allo scoperto e i CDS in circostanze eccezionali e nel breve termine</i> (+++) <i> il prezzo del titolo di un emittente può essere sostenuto da un divieto temporaneo delle vendite allo scoperto in mercati in difficoltà</i> (0) <i> governi: volatilità ridotta dei mercati delle obbligazioni sovrane, ma rischio di effetti negativi sulla liquidità</i> (- -) <i> gli istituti finanziari possono vedersi imporre delle limitazioni in materia di vendite allo scoperto e devono affrontare costi di adeguamento alla normativa</i>	(+++) <i> Obiettivo 1: pienamente conseguito</i> (+++) <i> Obiettivo 4: pienamente conseguito</i> (+++) <i> evita indebiti effetti negativi sull'efficienza dei mercati</i>	(-) <i> minori costi di adeguamento alla normativa dovuti a impostazione UE coordinata; eventuali effetti sulla liquidità solo temporanei</i>
Opzioni 2+ 3 + 4 +6 +7 (contrassegnazione, notifica all'autorità di regolamentazione e comunicazione al mercato di posizioni corte nette individuali, con l'esenzione dei <i>market maker</i> e degli operatori sul mercato primario)	(+++) <i> autorità di regolamentazione: piena trasparenza sulle posizioni corte</i> (+++) <i> emittenti: accesso ai dati su importanti posizioni corte e pieno beneficio della liquidità fornita dai market maker</i> (+++) <i> investitori individuali: soppressione delle asimmetrie informative e mantenimento della liquidità fornita dai market maker</i> (+++) <i> governi: nessuna conseguenza sulla liquidità per le obbligazioni sovrane</i> (-) <i> istituti finanziari: costi di adeguamento alla normativa e probabile riduzione delle vendite allo scoperto per evitare di dover comunicare al pubblico, ma possibilità di continuare le attività di market making</i>	(+++) <i> Obiettivo 2: pienamente conseguito</i> (+++) <i> Obiettivo 4: pienamente conseguito</i> (++) <i> limita indebiti effetti negativi sull'efficienza dei mercati</i>	(-) <i> costi di adeguamento alla normativa sempre presenti; impatto sulla liquidità di mercato mitigato da soglie e da esenzione</i>
Opzioni 2+3+5 (obbligo di reperimento e disciplina sui regolamenti con esenzione per <i>market maker</i> e operatori del mercato primario)	(+++) <i> le autorità di regolamentazione possono sanzionare le vendite allo scoperto senza provvista di titoli garantita</i> (+++) <i> emittenti: il numero di azioni vendute allo scoperto non può superare il numero emesso o che può essere preso a prestito, nessun impatto sulla liquidità data l'esenzione per i market maker</i> (+++) <i> governi: il numero di obbligazioni sovrane vendute allo scoperto non può superare il numero</i>	(++) <i> L'obiettivo di riduzione del rischio di regolamento è conseguito attraverso le regole alla sede di negoziazione e la disciplina sui regolamenti</i> (+++) <i> Obiettivo 4: pienamente conseguito</i> (+) <i> Contribuisce a ridurre il rischio di spirali negative dei prezzi</i>	(-) <i> permangono alcuni costi di adeguamento alla normativa anche se molti già applicano l'obbligo di reperimento; impatto sulla liquidità mitigato da esenzione dei market maker</i>

	<i>emesso o che può essere preso a prestito, nessun impatto sulla liquidità data l'esenzione per i market maker (+) alcuni istituti finanziari possono dover correggere i loro sistemi di adeguamento alla normativa, ma il market making è esentato.</i>		
--	--	--	--

7. MONITORAGGIO E VALUTAZIONE

La Commissione intende monitorare l'applicazione da parte degli Stati membri delle modifiche proposte nella iniziativa legislativa sulle vendite allo scoperto. La valutazione della misura legislativa potrebbe essere effettuata da tre a cinque anni dopo la sua entrata in vigore, nel contesto di una relazione al Consiglio e al Parlamento sull'adeguatezza delle soglie di notifica e comunicazione al pubblico.