

XVI legislatura

**Proposta di regolamento del  
Parlamento europeo e del Consiglio  
relativo alle vendite allo scoperto e  
ai credit default swap -  
COM (2010) 482 def.**

n. 56/DN  
25 ottobre 2010



servizio affari  
internazionali  
del Senato

ufficio dei rapporti  
con le istituzioni  
dell'Unione europea

**Unione  
Europea**



Senato della Repubblica  
Servizio affari internazionali  
Ufficio per i rapporti con le istituzioni dell'Unione europea

XVI legislatura

**Proposta di regolamento del  
Parlamento europeo e del Consiglio  
relativo alle vendite allo scoperto e  
ai credit default swap -  
COM (2010) 482 def.**

Dossier n. 56/DN  
25 ottobre 2010

*a cura di Luca Briasco*

XVI Legislatura  
Dossier

# Servizio affari internazionali

## Direttore

Maria Valeria Agostini

tel. 06 6706\_2405

## Consigliere parlamentare

Rappresentante permanente del Senato

presso l'Unione Europea

Beatrice Gianani \_0032 2 284 2297

## Segretario parlamentare

Documentarista

Federico Pommier Vincelli

\_3542

## Segreteria

Grazia Fagiolini

\_2989

Simona Petrucci

\_3666

Fax 06 6706\_4336

## Ufficio dei Rapporti con gli Organismi Internazionali

(Assemblee Nato e Ueo ) fax 06 6706\_4807

### Consigliere parlamentare capo ufficio

Alessandra Lai

\_2969

### Segretario parlamentare Documentarista

Elena Di Pancrazio

\_3882

### Coadiutori parlamentari

Nadia Quadrelli

\_2653

Laura E. Tabladini

\_3428

Monica Delli Priscoli

\_4707

## Ufficio per le Relazioni

### Interparlamentari

(Assemblee Consiglio d'Europa, Osce, Ince )

fax 06 6865635

### Consigliere parlamentare capo ufficio

Stefano Filippone Thaulero

\_3652

### Segretario parlamentare Documentarista

Giuseppe Trezza

\_3478

### Coadiutori parlamentari

Daniela Farneti

\_2884

Antonella Usiello

\_4611

## Ufficio dei Rapporti con le Istituzioni dell'Unione Europea

Segreteria

\_2891

fax 06 6706\_3677

### Consigliere parlamentare capo ufficio

Roberta d'Addio

\_2027

### Consigliere

Davide A. Capuano

\_3477

### Segretari parlamentari Documentaristi

Patrizia Borgna

\_2359

Luca Briasco

\_3581

Antonella Colmignoli

\_4986

Viviana Di Felice

\_3761

Laura Lo Prato

\_3992

### Coadiutori parlamentari

Antonina Celi

\_4695

Silvia Perrella

\_2873

Antonia Salera

\_3414

## Unità Operativa Attività

### di traduzione e interpretariato

fax. 06 6706 4336

### Segretario parlamentare

Interprete Coordinatore

Paola Talevi

\_2482

### Coadiutore parlamentare

Adele Scarpelli

\_4529

### Segretari parlamentari Interpreti

Patrizia Mauracher

\_3397

Claudio Olmeda

\_3416

Cristina Sabatini

\_2571

Angela Scaramuzzi

\_3417

## INDICE

NOTA ILLUSTRATIVA	Pag.	i
Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo alle vendite allo scoperto e ai credit default swap - COM (2010) 482 def.	"	1
Documento di lavoro dei servizi della Commissione - Sintesi della valutazione dell'impatto - Documento di accompagnamento della proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo alle vendite allo scoperto e ai credit default swap - SEC (2010) 1056	"	45
Ministero dell'economia e delle finanze - Dipartimento del tesoro: consultazione pubblica della Commissione europea sulle vendite allo scoperto: contributo (in lingua inglese)	"	55
Banca d'Italia - Consultazione pubblica sulle vendite allo scoperto: considerazioni della Banca d'Italia (in lingua inglese)	"	63



## NOTA ILLUSTRATIVA

La vendita allo scoperto (*short selling*) è una operazione con la quale una persona fisica o giuridica vende un titolo che non possiede con l'intenzione di riacquistare un titolo identico in un momento successivo; essa riguarda soprattutto titoli azionari ma può interessare anche altri tipi di strumenti finanziari, e rappresenta una prassi ormai consolidata nella maggior parte dei mercati finanziari.

Il *credit default swap* (CDS) è un prodotto derivato che offre una forma di assicurazione nei confronti del rischio di inadempimento (*credit default*) associato ad un titolo obbligazionario societario o sovrano. In sostanza, a fronte del pagamento di un premio annuale, l'acquirente è protetto dal rischio di inadempimento del soggetto di riferimento (che va sempre indicato nel contratto) da parte del venditore.

In condizioni normali di mercato, le vendite allo scoperto contribuiscono a rendere i mercati più efficienti: esse infatti garantiscono liquidità ai mercati e consentono agli investitori di agire quando ritengono un titolo sopravvalutato, portando a un sistema di prezzatura dei titoli più efficiente, contribuendo a ridurre le bolle dei prezzi e fungendo da indicatore tempestivo di eventuali problemi sottostanti relativi a un emittente di titoli.

In alcune situazioni si può tuttavia ritenere che le vendite allo scoperto comportino una serie di rischi potenziali. Ad esempio, in condizioni estreme di mercato, esiste il rischio concreto che la vendita allo scoperto possa provocare un'eccessiva spirale al ribasso dei prezzi, che potrebbe portare a un mercato disordinato e a rischi di carattere sistemico. Inoltre, in caso di insufficiente trasparenza in merito a posizioni corte<sup>1</sup>, le autorità di regolamentazione potrebbero non essere in grado di monitorarne l'utilizzo in relazione a scorrette strategie di mercato. La mancanza di trasparenza può portare altresì ad asimmetrie informative se gli altri partecipanti al mercato non sono adeguatamente informati in merito alla misura in cui le vendite allo scoperto stanno influenzando i prezzi.

La vendita allo scoperto di strumenti finanziari utilizzata nell'ambito di una strategia scorretta, ad esempio un suo uso combinato con la diffusione di notizie false allo scopo di far scendere il prezzo di un titolo (aggiotaggio), è già vietata dalla direttiva 2003/6/CE sugli abusi di mercato. Manca però una normativa

---

<sup>1</sup> La posizione corta o *short position* è una operazione impostata prevalentemente sul mercato dei derivati che consiste nel vendere lo strumento, con lo scopo di ricomprarlo successivamente a un prezzo inferiore.

europea che si occupi dei rischi potenziali che potrebbero derivare da vendite allo scoperto non scorrette.

La proposta di direttiva in esame trae il proprio fondamento dalla comunicazione della Commissione del 2 giugno 2010 "Regolamentare i servizi finanziari per garantire una crescita sostenibile", nella quale l'esecutivo di Bruxelles dichiarava l'intenzione di proporre misure adeguate sulle operazioni di vendita allo scoperto e sui CDS in base ai risultati di uno studio dettagliato sul funzionamento dei mercati finanziari e in particolare del debito sovrano.

La proposta rappresenta il risultato di un intenso dialogo e di consultazioni con tutte le principali parti in causa, tra cui le autorità di regolamentazione dei valori mobiliari e i partecipanti al mercato. Essa tiene conto di una relazione predisposta e adottata dal Gruppo di esperti dei mercati europei dei valori mobiliari (ESME), su richiesta della Commissione, nonché degli esiti di una consultazione pubblica svoltasi dal 14 giugno al 10 luglio 2010, cui hanno contribuito anche il Ministero dell'economia e la Banca d'Italia.

La proposta trae la propria base giuridica dall'art. 114 del TFUE, in base al quale il Parlamento europeo e il Consiglio, deliberando secondo la procedura legislativa ordinaria, adottano le misure relative al ravvicinamento delle disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative degli Stati membri che hanno per oggetto l'instaurazione ed il funzionamento del mercato interno.

Per quanto attiene al rispetto del principio di sussidiarietà, la Commissione ritiene che il carattere transfrontaliero dei problemi connessi alle vendite allo scoperto imponga l'adozione di una legislazione di base a livello dell'Unione. Eventuali risposte divergenti degli Stati membri alle questioni relative alle vendite allo scoperto porrebbero il rischio di una certa arbitrarietà, inducendo gli investitori ad aggirare le restrizioni vigenti in una giurisdizione effettuando le operazioni in un'altra. Va altresì considerato che la proposta in oggetto interviene a completare un impianto normativo costituito dalla direttiva 2003/6/CE sugli abusi di mercato, dalla direttiva 2004/109/CE sugli obblighi di trasparenza (che prevede la comunicazione di posizioni lunghe<sup>2</sup> importanti), e dalla direttiva 2004/39/CE relativa ai mercati degli strumenti finanziari (MIFID), e che tale completamento può essere ottenuto più efficacemente attraverso norme comuni UE.

La proposta copre tutti gli strumenti finanziari ma prevede una risposta proporzionata ai rischi rappresentati dalla vendita allo scoperto di strumenti diversi.

---

<sup>2</sup> Si dice che un investitore prende una posizione lunga, o *long position*, quando acquista un determinato titolo in previsione di un rialzo del prezzo.

Nel caso di strumenti come i titoli azionari e i derivati relativi a titoli azionari, le obbligazioni sovrane e i relativi derivati, e i CDS relativi a emittenti sovrani, per i quali sono più frequenti i casi di posizioni corte ed esistono rischi e preoccupazioni facilmente identificabili, vengono applicati obblighi di trasparenza e obblighi relativi alle vendite allo scoperto senza provvista di titoli garantita.

Per quanto concerne più nel dettaglio la trasparenza, per le società aventi azioni ammesse alla negoziazione in una sede nell'Unione, è previsto un modello a due livelli: ad una soglia più bassa, la notifica di una posizione corta deve essere fatta in via privata all'autorità di regolamentazione, mentre a una soglia più alta le posizioni corte devono essere comunicate al mercato. È altresì previsto che le posizioni corte nette relative a emittenti di debito sovrano nell'UE vengano sempre comunicate in via privata alle autorità di regolamentazione, per consentire alle stesse di verificare se tali posizioni creino rischi sistemici o vengano utilizzate per finalità non corrette.

Per le vendite allo scoperto di titoli azionari o di debito sovrano<sup>3</sup> senza provvista di titoli garantita (cosiddette vendite *uncovered* o *naked*), viene previsto che le persone fisiche o giuridiche che effettuano vendite allo scoperto di questi strumenti debbano, al momento della vendita, aver preso a prestito gli strumenti in questione, aver concluso un accordo per prenderli in prestito o aver concluso altri accordi che garantiscano che il titolo possa essere preso a prestito in modo da poter procedere al regolamento alla data prevista.

Viene previsto un regime di esenzione nel caso di vendite allo scoperto di azioni di una società il cui mercato azionistico principale si trovi al di fuori dell'Unione, e nel caso di attività di *market making*, vale a dire "attività di un'impresa di investimento o di un soggetto di un paese terzo o di un'impresa locale che sia membro di una sede di negoziazione o di un mercato di un paese terzo, quando agisce in qualità di operatore principale per uno strumento finanziario".

Gli articoli da 16 a 25 della proposta prevedono che, in caso di sviluppi negativi che potrebbero costituire una grave minaccia alla stabilità finanziaria o alla fiducia nel mercato in uno Stato membro o nell'Unione europea, le autorità competenti dovrebbero disporre di poteri temporanei per esigere una maggiore trasparenza o imporre limitazioni alle vendite allo scoperto o alle operazioni su CDS, o imporre limiti alle persone fisiche e giuridiche per quanto riguarda le operazioni sui derivati. La proposta introduce altresì varie norme procedurali dirette a fare in modo che alle altre autorità competenti venga comunicato se l'autorità competente di uno Stato membro intende adottare misure eccezionali in

---

<sup>3</sup> Si intende per debito sovrano "uno strumento di debito emesso dall'Unione o da uno Stato membro, compreso un ministero, un dipartimento, la banca centrale, un'agenzia o un ente di tale Stato membro".

relazione alle vendite allo scoperto. L'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA) esercita un ruolo essenziale di coordinamento, ed è chiamata a verificare che le misure adottate siano necessarie e proporzionate, e a esprimere un parere sulle stesse.

I poteri a disposizione delle autorità competenti per limitare le vendite allo scoperto, le operazioni sui CDS e altre operazioni prevedono misure temporanee, di una durata da uno a tre mesi, che possono essere prorogate per un massimo di tre mesi alla volta, sempre previo parere dell'ESMA.

La proposta prevede infine che gli Stati membri adottino norme relative a misure amministrative, sanzioni e misure pecuniarie necessarie per l'attuazione e l'effettiva applicazione del regolamento.

Va infine rilevato che la proposta di regolamento conferisce alla Commissione europea un'ampia delega per la piena attuazione del relativo impianto normativo. Con le procedure delineate dall'art. 290 del TFUE, la Commissione può, tra l'altro, e a tempo indeterminato:

- Specificare in quali condizioni si possa ritenere che una persona fisica o giuridica possieda uno strumento finanziario ai fini della definizione di vendita allo scoperto (art. 2);
- Specificare quando si ritiene che una persona fisica o giuridica detenga un'azione o uno strumento di debito o una posizione corta netta (con relativo metodo di calcolo), e quando soggetti diversi in un gruppo detengono posizioni lunghe o corte o per attività di gestione di fondi relative a fondi separati (art. 3);
- Specificare i casi nei quali un'operazione su CDS è considerata a copertura di un rischio di inadempimento e il metodo di calcolo della relativa posizione scoperta (art. 4);
- Modificare, "tenendo conto degli sviluppi sui mercati finanziari", le soglie di notifica di importanti posizioni corte nette alle autorità di regolamentazione (art. 5) e al pubblico (art. 7), nonché le soglie di notifica di importanti posizioni corte nette in debito sovrano e in CDS (art. 8);
- Adottare una serie di standard tecnici di esecuzione in tema di esenzioni e di limitazioni in via eccezionale delle vendite allo scoperto di strumenti finanziari in caso di calo significativo del prezzo.

Si tratta evidentemente di poteri assai penetranti, che sarebbe difficile considerare accessori rispetto al contenuto del regolamento. Più in particolare, la modifica delle definizioni e delle soglie di notifica sembra costituire un elemento sostanziale al punto da trasformare la natura stessa dell'atto legislativo oggetto di delega.

Come ricordato, alla consultazione pubblica svoltasi nei mesi di giugno-luglio 2010 hanno partecipato, con due articolati contributi, il Ministero dell'economia e la Banca d'Italia. Entrambe le istituzioni nazionali, nel riconoscere l'utilità e l'importanza di un approccio coordinato a livello dell'Unione teso a limitare le pratiche speculative, sottolineano l'importanza delle vendite allo scoperto (anche *naked*) come regolatori del mercato e il rischio che una loro limitazione costituisca un fattore negativo e introduca elementi di sbilanciamento, nonché di ridotta liquidità dei mercati.

Più nel dettaglio, tanto il Ministero dell'Economia quanto la Banca d'Italia evidenziano come la notifica di posizioni corte importanti dovrebbe essere limitata alle situazioni di emergenza, e dovrebbe essere indirizzata alle sole autorità di regolamentazione.

Le nostre due istituzioni sono invece favorevoli all'introduzione di una disciplina generale volta a scoraggiare le vendite allo scoperto *naked*, ivi inclusa l'introduzione di sanzioni pecuniarie in caso di copertura insufficiente.

In generale, entrambe le istituzioni sono favorevoli all'introduzione di una più netta distinzione procedurale per tipologia di strumento. Più in particolare, sarebbe necessario introdurre due discipline per più versi distinte a seconda che gli strumenti oggetto di vendita allo scoperto siano azioni o titoli di Stato, lasciando agli Stati membri un maggior margine operativo nella gestione dei secondi, anche in considerazione dell'incidenza degli interventi normativi proposti sulla struttura e l'evoluzione del debito pubblico.





COMMISSIONE EUROPEA

Bruxelles, 15.9.2010  
COM(2010) 482 definitivo

2010/0251 (COD)

Proposta di

**REGOLAMENTO DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO**

**relativo alle vendite allo scoperto e ai credit default swap**

{SEC(2010) 1055}

{SEC(2010) 1056}

## RELAZIONE

### 1. CONTESTO DELLA PROPOSTA

La vendita allo scoperto (*short selling*) è una operazione con la quale una persona fisica o giuridica vende un titolo che non possiede con l'intenzione di riacquistare un titolo identico in un momento successivo. Si tratta di una prassi consolidata e comune nella maggior parte dei mercati finanziari. Di solito la vendita allo scoperto riguarda i titoli azionari ma può interessare anche altri tipi di strumenti finanziari.

Si distingue in due tipi: la vendita allo scoperto con provvista di titoli garantita (*covered short selling*), nella quale il venditore ha preso a prestito i titoli, o ha preso accordi per garantirsi di poterli prendere a prestito 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 o non ha provveduto a procurarsi la garanzia di poterlo fare.

La vendita allo scoperto viene praticata da una serie di partecipanti al mercato e viene utilizzata per diversi scopi come lo *hedging* (copertura), la speculazione, l'arbitraggio o il *market making*.

Al culmine della crisi finanziaria del settembre 2008, le autorità competenti di diversi Stati membri dell'UE e degli USA hanno adottato provvedimenti di emergenza diretti a limitare o vietare le vendite allo scoperto di alcune o di tutte le categorie di titoli. Tali interventi sono stati conseguenti alla considerazione che, in un momento di notevole instabilità finanziaria, le vendite allo scoperto possono aggravare la spirale della discesa dei prezzi dei titoli azionari, in particolare degli istituti finanziari, in misura tale da poter arrivare a minacciarne la solidità finanziaria e creare rischi sistemici. I provvedimenti adottati dagli Stati membri sono diversi tra loro in quanto l'Unione europea manca di un quadro legislativo specifico che si occupi delle questioni collegate alle vendite allo scoperto.

Nei primi mesi dell'anno alcuni Stati membri hanno manifestato preoccupazioni per il possibile ruolo che possono svolgere le operazioni sui derivati, in particolare i credit default swap, in relazione ai prezzi dei titoli di Stato della Grecia. Una serie di Stati membri (in particolare la Germania e la Grecia) hanno adottato recentemente delle restrizioni temporanee o definitive a livello nazionale in merito alle vendite allo scoperto di azioni e/o credit default swap.

Anche il Parlamento europeo ha preso in considerazione le questioni legate alle vendite allo scoperto nell'ambito dell'esame della proposta di direttiva sui gestori dei fondi di investimento alternativi (tra cui i fondi speculativi).

L'attuale approccio frammentato alla regolamentazione delle vendite allo scoperto e dei credit default swap limita l'efficienza dell'attività di vigilanza e delle misure imposte e porta al cosiddetto arbitraggio normativo. Tale situazione può inoltre creare confusione sui mercati e comportare costi e difficoltà per i partecipanti al mercato.

La maggior parte degli studi ritiene che le vendite allo scoperto contribuiscano a rendere i mercati più efficienti. Esse contribuiscono alla liquidità del mercato (in quanto il venditore vende dei titoli e successivamente acquista dei titoli identici per coprire la vendita allo scoperto). Inoltre, consentendo agli investitori di agire quando ritengono che un titolo sia sopravvalutato, esse portano ad un sistema di prezzatura dei titoli più efficiente, contribuiscono a ridurre le bolle dei prezzi e possono fungere da indicatore tempestivo di eventuali problemi sottostanti relativi ad un emittente. Sono inoltre uno strumento importante utilizzato per lo *hedging* e altre attività di gestione del rischio e il *market making*.

In alcune situazioni però si può ritenere che le vendite allo scoperto comportino una serie di potenziali rischi. Ad esempio, in condizioni estreme di mercato vi è il rischio che la vendita allo scoperto possa provocare una eccessiva spirale al ribasso dei prezzi che porti ad un mercato disordinato e ad eventuali rischi sistemici. Inoltre, nel caso di insufficiente trasparenza in merito a posizioni corte, le autorità di regolamentazione potrebbero non essere in grado di monitorarne le implicazioni sul corretto funzionamento del mercato o di monitorarne l'utilizzo in relazione a scorrette strategie di mercato. Inoltre, la mancanza di trasparenza può portare ad asimmetrie informative se gli altri partecipanti al mercato non sono adeguatamente informati in merito alla misura in cui le vendite allo scoperto stanno influenzando i prezzi. Nel caso di vendite allo scoperto senza provvista di titoli garantita vi può essere inoltre un maggiore rischio di volatilità o di mancato regolamento.

La vendita allo scoperto di strumenti finanziari utilizzata nell'ambito di una strategia scorretta, ad esempio l'utilizzo di vendite allo scoperto combinato con la diffusione di notizie false allo scopo di far scendere il prezzo di un titolo (aggiotaggio), è già vietata dalla direttiva 2003/6/CE sugli abusi di mercato<sup>1</sup>. La vendita allo scoperto, tuttavia, spesso non è scorretta e attualmente non esiste una normativa europea che si occupi degli altri rischi potenziali che potrebbero derivare dalle vendite allo scoperto.

Un credit default swap è un prodotto derivato che offre una forma di assicurazione nei confronti del rischio di inadempimento (*credit default*) associato ad un titolo obbligazionario societario o sovrano. A fronte del pagamento di un premio annuale, l'acquirente del credit default swap è protetto contro il rischio di inadempimento del soggetto di riferimento (indicato nel contratto) da parte del venditore. Se il soggetto di riferimento è inadempiente, il venditore della protezione compensa l'acquirente in ragione dell'ammontare dell'inadempimento.

Nella comunicazione della Commissione del 2 giugno 2010 "Regolamentare i servizi finanziari per garantire una crescita sostenibile", la Commissione ha dichiarato che avrebbe proposto misure adeguate sulle operazioni di vendita allo scoperto e sui credit default swap<sup>2</sup> in base ai risultati di uno studio dettagliato in corso sul funzionamento dei mercati finanziari e in particolare del debito sovrano.

---

<sup>1</sup> Direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 28 gennaio 2003 relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato (abusi di mercato) (GU L 96 del 12.4.2003, pag. 16).

<sup>2</sup> Comunicazione della Commissione del 2 giugno 2010 al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e alla Banca centrale europea – COM (2010) 301 definitivo, pag. 7.

Alcune giurisdizioni (come gli USA) hanno recentemente aggiornato le proprie norme sulle vendite allo scoperto di titoli azionari effettuate nelle sedi di negoziazione. La Commissione ritiene auspicabile disporre di un regolamento che affronti i rischi potenziali derivanti dalla vendita allo scoperto. È sua intenzione giungere ad un'armonizzazione delle norme relative alle vendite allo scoperto nell'Unione europea, armonizzare i poteri a disposizione delle autorità di regolamentazione in circostanze eccezionali quando sussista una grave minaccia alla stabilità finanziaria o alla fiducia nel mercato e garantire maggiore coordinamento e coerenza tra gli Stati membri in tali situazioni.

Il regolamento dovrebbe applicarsi a tutte le persone fisiche o giuridiche che effettuano vendite allo scoperto, in tutti i settori di mercato, e che siano disciplinate o meno da altre normative sui servizi finanziari (ad esempio banche, imprese di investimento, fondi speculativi, ecc.). Per quanto possibile, le norme dovrebbero applicarsi alle persone fisiche o giuridiche che effettuano le vendite allo scoperto piuttosto che ad altri partecipanti al mercato come gli intermediari che eseguono una operazione per conto di un cliente. Il regolamento è finalizzato ad affrontare i rischi che sono stati individuati senza ridurre indebitamente i benefici che le vendite allo scoperto comportano per la qualità e l'efficienza dei mercati.

## **2. ESITO DELLE CONSULTAZIONI DELLE PARTI INTERESSATE E DELLE VALUTAZIONI D'IMPATTO**

L'iniziativa è il risultato di un intenso dialogo e di consultazioni con tutte le principali parti in causa, tra cui le autorità di regolamentazione dei valori mobiliari e i partecipanti al mercato.

La Commissione ha chiesto al Gruppo di esperti dei mercati europei dei valori mobiliari (ESME), un gruppo consultivo indipendente che assiste la Commissione composto da partecipanti al mercato, di preparare una relazione sulle vendite allo scoperto. La relazione contiene una serie di raccomandazioni ed è stata adottata dall'ESME il 19 marzo 2009<sup>3</sup>.

Nell'aprile 2009, la Commissione europea ha rivolto alcune domande di ordine generale in merito ad un eventuale regime di regolamentazione delle vendite allo scoperto nell'ambito dell'invito a presentare contributi sulla revisione della direttiva sugli abusi di mercato, lanciato il 20 aprile 2009<sup>4</sup>. Si è registrato un certo sostegno a favore di un regime di questo tipo anche se la maggior parte dei partecipanti ha espresso il parere che la direttiva sugli abusi di mercato non costituisca lo strumento più adeguato per disciplinare le vendite allo scoperto in quanto la maggior parte di esse non comporta abusi di mercato<sup>5</sup>.

---

<sup>3</sup> [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/esme/report\\_20090319\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/esme/report_20090319_en.pdf)

<sup>4</sup> Invito a presentare contributi, revisione della direttiva 2003/6/CE relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato (abusi di mercato). Per il testo dell'invito a presentare contributi, cfr:

<sup>5</sup> [http://ec.europa.eu/internal\\_market/consultations/docs/2009/market\\_abuse/call\\_for\\_evidence.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2009/market_abuse/call_for_evidence.pdf)

La direttiva 2003/6/CE contiene all'articolo 1 le definizioni di informazione privilegiata e di manipolazione del mercato, che assieme costituiscono abuso di mercato.

Il Comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari (CESR) ha proceduto a consultazioni nella seconda metà del 2009 su un eventuale modello paneuropeo per la notifica e la comunicazione al pubblico di posizioni corte nette in azioni UE. Il 2 marzo 2010 il CESR ha pubblicato la sua relazione finale nella quale veniva raccomandato un modello per un regime paneuropeo di pubblicazione delle vendite allo scoperto per le azioni<sup>6</sup>. In essa veniva raccomandato che la Commissione introducesse tale regime al più presto possibile. Il 26 maggio 2010 il CESR pubblicava una seconda relazione contenente i dettagli tecnici su come il modello in questione dovesse funzionare<sup>7</sup>.

La Commissione ha avuto una serie di discussioni e consultazioni con varie parti interessate tra cui le autorità di regolamentazione<sup>8</sup>.

Dal 14 giugno al 10 luglio 2010, la Commissione ha avviato una consultazione pubblica sulle opzioni politiche disponibili per una eventuale iniziativa legislativa sulle vendite allo scoperto e i credit default swap. Sono pervenuti circa 120 contributi che sono stati pubblicati sul sito internet della Commissione<sup>9</sup>.

Le proposte tengono conto del lavoro dell'ESME e del CESR e delle risposte ai questionari inviati ai partecipanti al mercato e alle autorità di regolamentazione e delle risposte alle relative consultazioni pubbliche.

In linea con l'azione mirante a migliorare la regolamentazione, la Commissione ha effettuato una valutazione dell'impatto delle alternative strategiche. Le opzioni strategiche riguardavano il campo di applicazione delle proposte, i regimi di trasparenza proposti, gli obblighi relativi alle vendite allo scoperto senza provvista di titoli garantita, le esenzioni e i poteri eccezionali per limitare le vendite allo scoperto.

Ogni opzione strategica è stata valutata sulla base dei seguenti criteri: impatto sulle parti interessate, efficacia ed efficienza.

### **3. ELEMENTI GIURIDICI DELLA PROPOSTA**

#### **3.1. Base giuridica**

La proposta si basa sull'articolo 114 del TFUE.

#### **3.2. Sussidiarietà e proporzionalità**

Gli Stati membri non possono realizzare in maniera sufficiente gli obiettivi della proposta.

In virtù del principio di sussidiarietà (articolo 5, paragrafo 3 del TUE), l'Unione interviene soltanto se e in quanto gli obiettivi dell'azione prevista non possono essere conseguiti in misura sufficiente dagli Stati membri, ma possono, a motivo della

---

<sup>6</sup> CESR/10-088, *"Model for a Pan-European Short Selling Disclosure Regime"*

<sup>7</sup> CESR/10-453, *"Technical details of the pan-European short selling disclosure regime"*

<sup>8</sup> Un elenco di consultazioni formali e informali è contenuto nella valutazione di impatto che accompagna la presente proposta.

<sup>9</sup> [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/short\\_selling\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/short_selling_en.htm)

portata o degli effetti dell'azione in questione, essere conseguiti meglio a livello di Unione. L'analisi che precede ha mostrato che 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 la vendita allo scoperto di uno strumento finanziario può essere effettuata ovunque tale strumento sia quotato oppure *over the counter*, in breve OTC (fuori borsa), quindi anche su mercati diversi dal mercato primario dell'emittente in questione. Inoltre, molti mercati sono per loro natura transfrontalieri o internazionali. Esiste quindi un rischio reale che le iniziative prese a livello nazionale nei confronti delle vendite allo scoperto e delle operazioni su credit default swap possano essere aggirate o rese inefficaci in assenza di un'iniziativa a livello dell'UE.

Le risposte divergenti degli Stati membri alle questioni relative alle vendite allo scoperto pongono il rischio dell'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 quelli che operano su più mercati, in quanto dovrebbero adottare sistemi diversi per conformarsi a normative diverse in Stati membri diversi.

Inoltre, alcuni aspetti di tale questione sono già in parte coperti dall'*acquis*, in particolare: la direttiva 2003/6/CE sugli abusi di mercato che vieta la vendita allo scoperto utilizzata per manipolare il mercato o in combinato con informazioni privilegiate; la direttiva 2004/109/CE<sup>10</sup> sugli obblighi di trasparenza, che prevede la comunicazione di posizioni lunghe importanti; e la direttiva 2004/39/CE relativa ai mercati degli strumenti finanziari (MIFID)<sup>11</sup> che impone requisiti di alto livello per quanto riguarda i regolamenti. La presente proposta sulle vendite allo scoperto e i suddetti strumenti giuridici esistenti dovrebbero completarsi a vicenda. Questo risultato può essere ottenuto più efficacemente attraverso norme comuni UE.

In questo contesto l'iniziativa dell'UE appare appropriata secondo i principi di sussidiarietà e proporzionalità.

Si considera opportuno e necessario che le norme in questione assumano la forma legislativa di un regolamento in quanto alcune disposizioni impongono ai privati l'obbligo diretto di notificare e comunicare al pubblico le posizioni corte nette relative a determinati strumenti. È inoltre necessario un regolamento per conferire all'ESMA il potere di coordinare le misure prese dalle autorità competenti e per poter adottare essa stessa delle misure in situazioni eccezionali, quando vi sia una grave minaccia all'ordinato funzionamento e all'integrità dei mercati finanziari o alla stabilità del sistema finanziario. Inoltre, l'utilizzo di un regolamento riduce la possibilità che vengano prese misure divergenti dagli Stati membri.

---

<sup>10</sup> Direttiva 2004/109/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 15 dicembre 2004 sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato e che modifica la direttiva 2001/34/CE, GU L 390 del 31.12.2004, pag. 38.

<sup>11</sup> Direttiva 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 21 aprile 2004, relativa ai mercati degli strumenti finanziari, che modifica le direttive 85/611/CEE e 93/6/CEE del Consiglio e la direttiva 2001/12/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e che abroga la direttiva 93/22/CEE del Consiglio, GU L 145 del 30.4.2004, pag. 1.

### **3.3. Illustrazione dettagliata della proposta**

#### *3.3.1. Strumenti coperti dalla proposta*

La proposta copre tutti gli strumenti finanziari ma prevede una risposta proporzionata ai rischi che può rappresentare la vendita allo scoperto di strumenti diversi.

Nel caso di strumenti come i titoli azionari e i derivati relativi a titoli azionari, le obbligazioni sovrane e i derivati relativi a obbligazioni sovrane e i credit default swap relativi a emittenti sovrani nei quali è più frequente assumere posizioni corte e vi sono rischi o preoccupazioni chiaramente identificabili, vengono applicati obblighi di trasparenza e obblighi relativi alle vendite allo scoperto senza provvista di titoli garantita.

In situazioni eccezionali nelle quali sussiste una grave minaccia alla stabilità finanziaria o alla fiducia nel mercato, la proposta prevede la possibilità di imporre ulteriori misure di trasparenza su base temporanea per altri strumenti finanziari.

#### *3.3.2. Obblighi di trasparenza per posizioni corte in determinati strumenti – articoli da 5 a 11*

La proposta prevede obblighi di trasparenza per le persone fisiche o giuridiche che assumono importanti posizioni corte nette relative a titoli azionari UE e titoli del debito sovrano UE e per le persone fisiche o giuridiche che assumono importanti posizioni in credit default swap relative a emittenti di debito sovrano.

La proposta relativa alla trasparenza dei titoli azionari si basa sul modello raccomandato dal CESR<sup>12</sup>. Per le società aventi azioni ammesse alla negoziazione in una sede di negoziazione nell'Unione, è previsto un modello a due livelli per la trasparenza di importanti posizioni corte nette in azioni. Ad una soglia più bassa la notifica di una posizione deve essere fatta privatamente all'autorità di regolamentazione e ad una soglia più alta le posizioni devono essere comunicate al mercato. La notifica alle autorità di regolamentazione dovrebbe consentire a queste ultime di monitorare e se necessario indagare su una vendita allo scoperto che potrebbe creare rischi sistemici o essere scorretta. La comunicazione di informazioni al mercato dovrebbe fornire informazioni utili agli altri partecipanti al mercato in merito ad importanti posizioni individuali di vendite allo scoperto.

Per quanto riguarda le posizioni corte nette relative a emittenti di debito sovrano nell'UE, è necessario che vengano comunicate in via privata alle autorità di regolamentazione. La notifica alle autorità di regolamentazione di queste posizioni costituisce un elemento di informazione importante che permette a queste ultime di verificare se tali posizioni creino rischi sistemici o vengano utilizzate per finalità non corrette. Il regime in questione prevede inoltre la notifica di importanti posizioni su credit default swap relativi a emittenti di debito sovrano dell'UE.

Per consentire un monitoraggio continuo delle posizioni, le normative sulla trasparenza impongono la notifica e/o comunicazione quando una variazione di una

---

<sup>12</sup> CESR/10-088 e CESR/10-453. Il CESR ha esaminato solo norme relative alle azioni mentre la proposta della Commissione copre tutti i tipi di strumenti finanziari.

posizione corta netta comporta un aumento o una diminuzione sopra o sotto determinate soglie.

Gli obblighi di trasparenza si applicano non solo alle posizioni corte create dalla negoziazione di titoli azionari o di debito sovrano nelle sedi di negoziazione ma anche alle posizioni corte create dalla negoziazione fuori da tali sedi (OTC) e alle posizioni economiche corte nette create dall'uso di prodotti derivati come opzioni, contratti finanziari a termine standardizzati (*future*), contratti finanziari differenziali e *spread bet* relativi a titoli azionari o di debito sovrano.

Gli obblighi di trasparenza sono finalizzati a fare in modo che le informazioni fornite alle autorità di regolamentazione e al mercato siano complete ed accurate. Ad esempio, le informazioni fornite dovrebbero tener conto delle posizioni sia corte che lunghe in modo da evidenziare qual è la posizione netta della persona fisica o giuridica.

Dato che le normative sulla trasparenza dovranno comportare dettagliati calcoli tecnici delle posizioni individuali, la proposta prevede l'adozione da parte della Commissione di ulteriori dettagli tecnici in atti delegati.

Oltre alla normativa sulla trasparenza per la notifica e la comunicazione di posizioni corte nette per i titoli azionari, la proposta comprende l'obbligo di contrassegnare come tali gli ordini allo scoperto. Una norma relativa all'obbligo di contrassegnare gli ordini di vendita eseguiti nelle sedi di negoziazione come ordini allo scoperto quando il venditore effettua una vendita allo scoperto di azioni in tale sede prevede ulteriori informazioni circa i volumi di vendite allo scoperto eseguite nella sede di negoziazione. Ogni sede di negoziazione è tenuta a pubblicare ogni giorno informazioni in merito ai volumi di vendite allo scoperto eseguite presso di essa e ottenute dal meccanismo di contrassegnazione degli ordini.

### 3.3.3. *Vendite allo scoperto senza provvista di titoli garantita – articoli 12 e 13*

Le vendite allo scoperto di titoli azionari o di debito sovrano senza provvista di titoli garantita (*uncovered* o *naked*) sono viste talvolta come fattori di potenziale aumento del rischio di mancato regolamento e di volatilità del mercato. La proposta comprende norme dettagliate dirette ad affrontare questo tipo di rischi. A questo fine, le persone fisiche o giuridiche che effettuano vendite allo scoperto di questi strumenti devono, al momento della vendita, aver preso a prestito gli strumenti in questione, aver concluso un accordo per prendere a prestito i titoli in questione o aver concluso altri accordi che garantiscano che il titolo possa essere preso a prestito in modo da poter procedere al regolamento alla data prevista. La norma consente gli accordi legittimi attualmente utilizzati per effettuare vendite allo scoperto con provvista di titoli garantita e che garantiscono la disponibilità dei titoli al momento del regolamento. Ad esempio, alcuni operatori concludono accordi con un *prime broker* prima di effettuare la vendita allo scopo di garantirsi di avere a disposizione i titoli per il regolamento mentre altri concludono accordi permanenti con sistemi di regolamento di titoli che garantiscono la disponibilità dei titoli al momento del regolamento. In questo contesto, la Commissione ottiene il mandato per adottare ulteriori standard in merito agli accordi di prestito di titoli e altri accordi nell'ambito di questa norma.

Inoltre, le sedi di negoziazione devono provvedere a disporre di accordi adeguati in loco per l'acquisto (*buy-in*) di titoli azionari o di debito sovrano nel caso di impossibilità di procedere al regolamento in una operazione. In caso di mancato regolamento, devono essere comminate delle ammende giornaliere. Inoltre, le sedi di negoziazione devono poter proibire ad una persona fisica o giuridica che non sia stata in grado di eseguire un regolamento di effettuare altre vendite allo scoperto.

La questione generale dell'armonizzazione dei periodi e delle norme di regolamento costituisce tuttavia un aspetto a parte e più ampio che verrà pienamente preso in esame nell'ambito di altre iniziative specifiche (come la prossima direttiva sulla certezza giuridica in materia di detenzione e operazioni su titoli annunciata nella comunicazione della Commissione del 2 giugno 2010).

### 3.3.4. *Esenzioni – Articoli 14 e 15*

Al fine di ottemperare al principio per cui tutte le misure dovrebbero essere proporzionate e affrontare i rischi delle vendite allo scoperto senza danneggiare involontariamente le attività legittime che hanno effetti positivi per l'efficienza e la qualità dei mercati europei, nelle proposte è stato inserito un certo numero di esenzioni.

Un'esenzione è prevista per le azioni di una società il cui mercato azionario principale si trovi al di fuori dell'Unione europea. Ciò per tener conto della circostanza che le azioni societarie vengono scambiate con sempre maggior frequenza in sedi di negoziazione diverse in tutto il mondo. Ad esempio, le azioni di molte grandi società di paesi terzi vengono scambiate non solo sul loro mercato domestico ma anche su una piattaforma dell'Unione europea. Non è quindi una misura opportuna o proporzionata applicare le norme sulle vendite allo scoperto quando la maggior parte degli scambi azionari avviene al di fuori dell'Unione. Si tratterebbe di un onere potenziale per i partecipanti al mercato e sarebbe fonte di

inutile complessità che potrebbe indurre gli emittenti a non quotare le loro azioni presso piattaforme dell'Unione europea.

Un'esenzione è prevista anche per le attività di *market making*. Il *market making* svolge un ruolo fondamentale nel fornire liquidità ai mercati europei e i *market maker* devono assumere posizioni corte per poter svolgere questo ruolo. Imporre degli obblighi restrittivi a tale attività potrebbe nuocere gravemente alla capacità di fornire liquidità e potrebbe avere un grave impatto negativo sull'efficienza dei mercati europei. Inoltre, i *market maker* di solito non assumono importanti posizioni corte tranne che per periodi molto brevi. L'esenzione è destinata a coprire i diversi tipi di attività di *market making*. La negoziazione per conto proprio tuttavia non è esentata e di conseguenza è pienamente coperta dalla proposta. Quanti desiderano avvalersi di questa esenzione devono informare le autorità competenti le quali possono vietare a qualcuno di usufruire di tale esenzione se si tratta di soggetti che non rispondono ai criteri pertinenti previsti. Le autorità competenti possono anche chiedere ulteriori informazioni ad una persona che si avvale di questa esenzione.

Un'esenzione è inoltre prevista per le operazioni di mercato primario eseguite da operatori per assistere emittenti di debito sovrano o ai fini di regimi di stabilizzazione nell'ambito della direttiva sugli abusi di mercato. Come il *market making*, si tratta di funzioni legittime importanti per il corretto funzionamento dei mercati primari.

#### 4.3.5. *Poteri di intervento – articoli da 16 a 25*

La proposta riconosce che in situazioni eccezionali può essere necessario che le autorità competenti proibiscano o limitino le attività di vendita allo scoperto che altrimenti sarebbero legittime o porrebbero rischi minimi. La proposta prevede che in caso di sviluppi negativi che potrebbero costituire una grave minaccia alla stabilità finanziaria o alla fiducia nel mercato in uno Stato membro o nell'Unione europea, le autorità competenti dovrebbero disporre di poteri temporanei per esigere maggiore trasparenza o imporre limitazioni alle vendite allo scoperto o alle operazioni su credit default swap o imporre limiti alle persone fisiche o giuridiche per quanto riguarda le operazioni sui derivati. Questi poteri si applicano ad un ampio ventaglio di strumenti. La proposta intende armonizzare il più possibile i poteri e le condizioni e procedure per l'utilizzo di tali poteri.

Quando uno sviluppo o un evento sfavorevole crea una minaccia alla stabilità finanziaria o alla fiducia nel mercato che va oltre uno Stato membro o ha altre implicazioni transfrontaliere, è essenziale che si proceda a una stretta consultazione e cooperazione tra le autorità competenti. La proposta introduce varie norme procedurali dirette a fare in modo che alle altre autorità competenti venga comunicato se un'autorità competente intende adottare misure eccezionali in relazione alle vendite allo scoperto. L'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA) ha ricevuto un ruolo di coordinamento essenziale in una tale situazione per garantire la coerenza tra le autorità competenti. Oltre al coordinamento delle misure adottate dalle autorità competenti, l'ESMA provvede affinché tali misure vengano prese solo quando sono necessarie e proporzionate. L'ESMA deve esprimere un parere in merito ad ogni misura proposta.

Queste misure devono permettere reazioni rapide da parte delle autorità di regolamentazione nazionali in circostanze eccezionali pur assicurando la coerenza.

L'ESMA provvede affinché situazioni che presentano effetti transfrontalieri ricevano, nella misura del possibile, lo stesso trattamento, riducendo in tal modo la possibilità di arbitraggio normativo e di instabilità sui mercati.

I poteri a disposizione delle autorità competenti per limitare le vendite allo scoperto, le operazioni sui credit default swap e altre operazioni prevedono misure temporanee (di solito per un periodo fino a tre mesi) nella misura necessaria ad affrontare la situazione eccezionale. Tali misure possono essere prorogate di ulteriori periodi di tre mesi alla volta se sono rispettate le condizioni per l'uso dei poteri e le norme procedurali. L'ESMA deve esprimere un parere e garantire che le eventuali proroghe siano giustificate.

Al fine di garantire un'impostazione coerente in materia di uso dei poteri di intervento, la Commissione riceve il mandato di definire ulteriormente, attraverso degli atti delegati, i criteri e i fattori di cui le autorità competenti e l'ESMA devono tener conto nello stabilire quando degli eventi o sviluppi negativi creino una grave minaccia per la stabilità finanziaria o la fiducia dei mercati.

In caso di importante caduta del prezzo di uno strumento finanziario, le autorità competenti possono imporre, per un brevissimo periodo, un divieto di vendite allo scoperto di tale titolo oppure limitare le operazioni per impedire un calo disordinato del prezzo. Tale potere di bloccare le negoziazioni (*circuit breaker*) deve consentire alle autorità competenti di intervenire, se opportuno, per un brevissimo periodo per impedire che le vendite allo scoperto possano contribuire ad un calo disordinato del prezzo dello strumento finanziario in questione. Tale intervento scatterebbe sulla base di criteri obiettivi e non richiederebbe una valutazione sull'esistenza di una grave minaccia alla stabilità finanziaria o alla fiducia del mercato.

Infine, sebbene la proposta parta dal presupposto che le autorità competenti siano spesso nella posizione migliore per affrontare dall'inizio situazioni eccezionali nelle quali sussiste una minaccia alla stabilità finanziaria o alla fiducia del mercato e attribuisca all'ESMA un importante ruolo di coordinamento in tali casi, essa conferisce inoltre all'ESMA il potere di adottare misure temporanee in tale situazione. L'ESMA può adottare misure quando la situazione ha implicazioni transfrontaliere e le autorità competenti non abbiano adeguatamente affrontato la minaccia. L'ESMA può adottare lo stesso tipo di misure delle autorità competenti. In tali casi, l'ESMA deve notificarle alle autorità competenti e ai partecipanti al mercato. Le misure adottate dall'ESMA in situazioni simili prevalgono su quelle delle autorità competenti in caso di conflitto.

I poteri previsti specificano i poteri dell'ESMA in caso di vendite allo scoperto e non pregiudicano i poteri generali dell'ESMA stabiliti nel regolamento [ESMA .../2010].

### 3.3.6. *Poteri e sanzioni – articoli da 26 a 35*

La proposta attribuisce alle autorità competenti tutti i poteri necessari per far rispettare le norme. Ad esempio, i loro poteri riguardano l'accesso ai documenti, il diritto di ottenere informazioni da persone fisiche o giuridiche e di adottare misure di sanzione delle violazioni.

In singoli casi, le autorità competenti possono chiedere ulteriori informazioni alle persone fisiche o giuridiche in merito alle finalità per cui è stata effettuata una operazione su credit default swap e chiedere informazioni per verificarle.

L'ESMA inoltre può condurre indagini su questioni o pratiche specifiche relative alle vendite allo scoperto e pubblicare una relazione nella quale espone le proprie conclusioni.

Dato che certe misure possono comportare attività di monitoraggio o di sanzione nei confronti di persone fisiche o giuridiche al di fuori dell'Unione, le autorità di regolamentazione dell'UE devono essere incentivate a concludere accordi di cooperazione con le autorità di regolamentazione dei paesi terzi nei quali vengono negoziati titoli azionari o obbligazioni sovrane dell'UE e i relativi prodotti derivati. Ciò contribuirebbe a facilitare lo scambio di informazioni e il rispetto degli obblighi, nonché l'adozione di misure simili da parte delle autorità di regolamentazione di paesi terzi in situazioni eccezionali quando vi sia una grave minaccia alla stabilità finanziaria o alla fiducia del mercato nell'Unione. L'ESMA è chiamata a svolgere un ruolo importante nel coordinare la conclusione degli accordi di cooperazione e lo scambio di informazioni ricevute dalle autorità di regolamentazione dei paesi terzi.

La proposta impone agli Stati membri di prevedere norme relative a misure amministrative, sanzioni e misure pecuniarie necessarie per l'attuazione e l'effettiva applicazione della proposta.

#### **4. INCIDENZA SUL BILANCIO**

Nessuna.

Proposta di

## **REGOLAMENTO DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO**

### **relativo alle vendite allo scoperto e ai credit default swap**

**(Testo rilevante ai fini del SEE)**

IL PARLAMENTO EUROPEO E IL CONSIGLIO DELL'UNIONE EUROPEA,  
visto il trattato sul funzionamento dell'Unione europea, in particolare l'articolo 114,  
vista la proposta della Commissione europea<sup>13</sup>,  
previa trasmissione del progetto di atto legislativo ai parlamenti nazionali,  
visto il parere del Comitato economico e sociale europeo<sup>14</sup>,  
visto il parere della Banca centrale europea,  
deliberando secondo la procedura legislativa ordinaria,  
considerando quanto segue:

- (1) Al culmine della crisi finanziaria del settembre 2008, le autorità competenti di diversi Stati membri e degli Stati Uniti d'America hanno adottato provvedimenti di emergenza diretti a limitare o vietare le vendite allo scoperto di alcune o di tutte le categorie di titoli. Tali interventi sono stati conseguenti alla preoccupazione che, in un momento di notevole instabilità finanziaria, le vendite allo scoperto avrebbero potuto aggravare la spirale della discesa dei prezzi delle azioni, in particolare degli istituti finanziari, in misura tale da minacciarne in ultima analisi la solidità finanziaria e creare rischi sistemici. I provvedimenti adottati dagli Stati membri sono diversi tra loro in quanto l'Unione manca di un quadro legislativo specifico che si occupi delle questioni collegate alle vendite allo scoperto.
- (2) Per garantire il funzionamento del mercato interno e migliorare le condizioni del suo funzionamento, in particolare quelle dei mercati finanziari, e garantire un elevato livello di protezione degli investitori e dei consumatori, è pertanto opportuno stabilire un quadro legislativo comune in materia di norme e poteri relativi alle vendite allo scoperto e ai credit default swap e assicurare un maggiore grado di coordinamento e di coerenza tra gli Stati membri nei quali debbano essere adottate misure in caso di situazioni eccezionali. È necessario armonizzare il quadro legislativo relativo alle vendite allo scoperto e a taluni aspetti dei credit

---

<sup>13</sup> GU C [...] del [...], pag. [...].

<sup>14</sup> GU C [...] del [...], pag. [...].

default swap, per impedire che vengano creati ostacoli al mercato interno, in quanto è probabile che gli Stati membri continuino ad adottare misure divergenti.

- (3) Si considera opportuno e necessario che le norme in questione assumano la forma legislativa di un regolamento in quanto alcune disposizioni prevedono direttamente per i privati l'obbligo di notifica e comunicazione al pubblico delle proprie posizioni corte nette relative a determinati strumenti e per quanto riguarda le vendite allo scoperto senza provvista di titoli garantita. È inoltre necessaria l'adozione di un regolamento per poter conferire all'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA), istituita con il regolamento (UE) n. [.../...] del Parlamento europeo e del Consiglio<sup>15</sup>, i poteri per coordinare le misure adottate dalle autorità competenti o poter adottare essa stessa delle misure.
- (4) Per porre fine alla attuale situazione di frammentazione nella quale alcuni Stati membri hanno adottato misure divergenti e ridurre le possibilità che le autorità competenti finiscano per adottare misure divergenti è importante affrontare in modo armonizzato i rischi potenziali derivanti dalle vendite allo scoperto e dai credit default swap. Le norme che si intende imporre sono dirette ad affrontare i rischi individuati senza ridurre indebitamente i benefici che la pratica delle vendite allo scoperto comporta per la qualità e l'efficienza dei mercati.
- (5) Il campo di applicazione del regolamento dovrebbe essere il più ampio possibile per poter offrire un quadro preventivo da utilizzare in circostanze eccezionali. Tale quadro dovrebbe coprire tutti gli strumenti finanziari e prevedere una risposta proporzionata ai rischi che la vendita allo scoperto di diversi strumenti può rappresentare. Pertanto, solo in caso di situazioni eccezionali le autorità competenti e l'ESMA possono adottare misure concernenti tutti i tipi di strumenti finanziari, andando oltre le misure permanenti che si applicano soltanto a tipi particolari di strumenti per i quali sussistano rischi chiaramente individuati che tali misure devono affrontare.
- (6) Una maggiore trasparenza in relazione a importanti posizioni corte nette in strumenti finanziari specifici è probabilmente utile sia all'autorità di regolamentazione che ai partecipanti al mercato. Per i titoli azionari ammessi alla negoziazione in una sede di negoziazione nell'Unione, deve essere introdotto un modello a due livelli in grado di offrire una maggiore trasparenza per quanto riguarda importanti posizioni corte nette in titoli azionari al livello appropriato. Ad una soglia inferiore una posizione deve essere notificata privatamente alle autorità di regolamentazione interessate per consentire loro di monitorare e, se necessario, effettuare indagini su una vendita allo scoperto che potrebbe creare dei rischi sistemici o essere scorretta; ad un livello più alto, le posizioni devono essere comunicate al mercato per fornire utili informazioni agli altri partecipanti al mercato in merito a importanti posizioni individuali di vendita allo scoperto di titoli azionari.
- (7) La notifica alle autorità di regolamentazione di importanti posizioni corte nette relative a titoli di debito sovrano offrirebbe importanti informazioni che aiuterebbero le autorità di regolamentazione a verificare se tali posizioni di fatto creino rischi sistemici o vengano utilizzate per finalità scorrette. È pertanto necessario che vengano notificate alle autorità di regolamentazione le posizioni corte nette relative a titoli di debito sovrano nell'Unione. Tale norma deve prevedere solo la notifica fatta privatamente alle autorità di regolamentazione in quanto la comunicazione di informazioni al mercato relative a tali strumenti potrebbe avere

---

<sup>15</sup> GU L [...] del [...], pag. [...].

effetti deleteri sui mercati del debito sovrano nei quali già esistono problemi di liquidità. La norma deve prevedere inoltre la notifica di importanti esposizioni verso emittenti sovrani ottenute utilizzando credit default swap.

- (8) L'obbligo di notifica per il debito sovrano deve applicarsi al debito emesso dall'Unione e dagli Stati membri, includendo ministeri, dipartimenti, la Banca centrale, agenzie o enti pubblici che emettono debito per conto di uno Stato membro ma escludendo organi regionali o semi-pubblici che emettono titoli di debito.
- (9) Al fine di garantire norme efficaci e approfondite in materia di trasparenza, è importante includere non solo le posizioni corte create negoziando titoli azionari o di debito sovrano nelle sedi di negoziazione ma anche le posizioni corte create negoziando al di fuori di tali sedi e le posizioni corte economiche nette create con l'utilizzo di prodotti derivati.
- (10) Per poter essere utile alle autorità di regolamentazione e al mercato, le norme sulla trasparenza devono essere in grado di offrire informazioni complete ed accurate in merito alle posizioni di una persona fisica o giuridica. In particolare, le informazioni fornite alle autorità di regolamentazione o al mercato devono tener conto delle posizioni sia lunghe che corte in modo da offrire informazioni valide in merito alla posizione corta netta in titoli azionari, di debito sovrano e credit default swap della persona fisica o giuridica.
- (11) Il calcolo della posizione corta o lunga deve tener conto di qualsiasi tipo di interesse economico che una persona fisica o giuridica possa avere in relazione al capitale azionario emesso da una società o del debito sovrano emesso dallo Stato membro o dall'Unione. In particolare, è necessario tener conto dell'interesse ottenuto direttamente o indirettamente attraverso l'uso di prodotti derivati come opzioni, contratti finanziari a termine standardizzati (*future*), contratti finanziari differenziali e *spread bet* relativi a titoli azionari o di debito sovrano. Nel caso di posizioni relative a debito sovrano è necessario tener conto dei credit default swap relativi agli emittenti del debito sovrano.
- (12) Oltre alle norme sulla trasparenza per la comunicazione di posizioni corte nette in titoli azionari, è necessario introdurre una norma sulla contrassegnazione degli ordini di vendita allo scoperto che vengono eseguiti nelle sedi di negoziazione per fornire informazioni supplementari in merito al volume delle vendite allo scoperto di titoli azionari eseguite nelle sedi di negoziazione. Le informazioni relative agli ordini di vendita allo scoperto devono essere raccolte dalla sede di negoziazione e pubblicate sotto forma di sintesi almeno una volta al giorno anche per aiutare le autorità competenti e i partecipanti al mercato a monitorare i livelli delle vendite allo scoperto.
- (13) Acquistare credit default swap senza avere una posizione lunga nel debito sovrano sottostante può equivalere da un punto di vista economico ad assumere una posizione corta sullo strumento di debito sottostante. Il calcolo di una posizione corta netta in relazione al debito sovrano deve quindi comprendere i credit default swap relativi ad un'obbligazione di un emittente di debito sovrano. È necessario tener conto della posizione in credit default swap per stabilire se una persona fisica o giuridica detenga un'importante posizione corta netta in relazione a debito sovrano che debba essere notificata ad un'autorità competente o una posizione scoperta importante in un credit default swap relativo ad un emittente di debito sovrano che debba essere notificata alla stessa autorità.

- (14) Per consentire il monitoraggio delle posizioni, le normative sulla trasparenza devono prevedere anche la notifica o la comunicazione al pubblico quando una modifica di una posizione corta netta comporti un aumento o una diminuzione sopra o sotto determinate soglie.
- (15) Per essere efficienti, è importante che gli obblighi in materia di trasparenza si applichino indipendentemente da dove ha sede la persona fisica o giuridica, compreso il caso di persone fisiche o giuridiche aventi sede al di fuori dell'Unione, ma con un'importante posizione corta netta in una società le cui azioni sono ammesse alla negoziazione in una sede nell'Unione o una posizione corta netta in debito sovrano emesso da uno Stato membro o dall'Unione.
- (16) Le vendite allo scoperto di titoli azionari o di debito sovrano senza provvista di titoli garantita sono viste talvolta come fattore di aumento del possibile rischio di mancato regolamento e di volatilità del mercato. Per ridurre tale rischio è opportuno imporre delle restrizioni proporzionate alle vendite allo scoperto senza provvista di titoli garantita. Le restrizioni dettagliate devono tener conto dei diversi sistemi attualmente utilizzati per le vendite allo scoperto con provvista di titoli garantita. È inoltre opportuno includere norme relative alle sedi di negoziazione in materia di procedure di *buy-in* e penali per mancato regolamento nell'esecuzione di operazioni in questi strumenti. Le procedure di *buy-in* e le norme sui regolamenti tardivi dovrebbero stabilire norme fondamentali per la disciplina di regolamento dei contratti.
- (17) Le misure relative al debito sovrano e a credit default swap su obbligazioni sovrane tra cui quelle finalizzate ad una maggiore trasparenza e restrizioni sulle vendite allo scoperto senza provvista di titoli garantita devono imporre norme che siano proporzionate e al tempo stesso evitare un impatto negativo sulla liquidità dei mercati delle obbligazioni sovrane inclusi i loro mercati repo (pronti contro termine).
- (18) I titoli azionari sono sempre più frequentemente ammessi alla negoziazione in diverse sedi di negoziazione sia all'interno che fuori dell'Unione. Le azioni di molte grandi società con sede fuori dell'Unione sono ammesse alla negoziazione in una sede di negoziazione all'interno dell'Unione. Per ragioni di efficienza, è opportuno esentare i titoli da determinati obblighi di notifica e comunicazione al pubblico quando la sede principale di negoziazione di tale strumento si trova fuori dell'Unione.
- (19) Le attività di *market making* svolgono un ruolo fondamentale nel fornire liquidità ai mercati all'interno dell'Unione e i *market maker* hanno necessità di assumere posizioni corte per poter svolgere questo ruolo. Imporre degli obblighi restrittivi a tali attività potrebbe nuocere gravemente alla loro capacità di fornire liquidità e potrebbe avere un grave impatto negativo sull'efficienza dei mercati dell'Unione. Inoltre, normalmente i *market maker* assumono importanti posizioni corte solo per periodi molto brevi. È quindi opportuno esentare le persone fisiche o giuridiche che partecipano a tali attività da obblighi che potrebbero ridurre la loro capacità di svolgere tale funzione e quindi incidere negativamente sui mercati dell'Unione. Al fine di attrarre soggetti equivalenti di paesi terzi è necessaria una procedura per valutare l'equivalenza dei mercati dei paesi terzi. L'esenzione dovrebbe applicarsi ai diversi tipi di attività di *market making* ma non alla negoziazione per conto proprio. È inoltre opportuno esentare determinate operazioni di mercato primario, come quelle relative al debito sovrano e ai piani di stabilizzazione, in quanto si tratta di attività importanti che contribuiscono all'efficiente funzionamento dei mercati. Le autorità competenti, alle quali deve essere notificato l'uso delle esenzioni, devono avere il potere di vietare a determinate persone fisiche o giuridiche di avvalersi di un'esenzione se non soddisfano i pertinenti criteri per l'esenzione. Le autorità

competenti devono inoltre poter chiedere informazioni a persone fisiche o giuridiche per monitorare il loro uso dell'esenzione.

- (20) In caso di sviluppi sfavorevoli che potrebbero costituire una grave minaccia alla stabilità finanziaria o alla fiducia del mercato in uno Stato membro o nell'Unione, le autorità competenti dovrebbero disporre di poteri di intervento per esigere una maggiore trasparenza o imporre limitazioni temporanee alle vendite allo scoperto, alle operazioni sui credit default swap o di altro tipo per impedire un calo disordinato del prezzo di uno strumento finanziario. Tali misure potrebbero rendersi necessarie in conseguenza di vari eventi o sviluppi sfavorevoli non solo di tipo finanziario o economico ma, ad esempio, calamità naturali o atti terroristici. Inoltre, alcuni eventi o sviluppi sfavorevoli che richiedono l'adozione di misure potrebbero verificarsi solo in uno Stato membro e non avere implicazioni di tipo transfrontaliero. I poteri devono poter essere sufficientemente flessibili per affrontare una serie di situazioni eccezionali differenti.
- (21) Mentre le autorità competenti sono solitamente nella posizione migliore per monitorare le condizioni di mercato e reagire fin da subito ad un evento o sviluppo sfavorevole decidendo se sia sorta una grave minaccia alla stabilità finanziaria o alla fiducia del mercato e se sia necessario adottare misure per affrontare questa situazione, i poteri e le condizioni e procedure per il loro utilizzo devono essere armonizzati il più possibile.
- (22) Nel caso di un calo importante nel prezzo di uno strumento finanziario in una sede di negoziazione un'autorità competente dovrebbe essere in grado di limitare temporaneamente le vendite allo scoperto di quello strumento finanziario in quella sede per poter intervenire rapidamente quando ciò si renda opportuno e per un periodo di 24 ore, al fine di impedire un calo disordinato del prezzo dello strumento in questione.
- (23) Quando un evento o uno sviluppo sfavorevole ha effetti oltre uno Stato membro o ha implicazioni transfrontaliere, divengono essenziali la consultazione e la cooperazione tra autorità competenti. L'ESMA dovrebbe svolgere un ruolo di coordinamento essenziale in una situazione di questo tipo per garantire la coerenza tra le autorità competenti. La composizione dell'ESMA, che comprende rappresentanti delle autorità competenti, contribuirà alla sua capacità di svolgere tale ruolo.
- (24) Oltre al coordinamento delle misure adottate dalle autorità competenti, l'ESMA deve provvedere affinché tali misure vengano prese solo quando siano necessarie e proporzionate. L'ESMA deve poter trasmettere pareri alle autorità competenti sull'uso dei poteri di intervento.
- (25) Mentre le autorità competenti sono spesso nella posizione migliore per monitorare e reagire rapidamente ad un avvenimento o sviluppo sfavorevole, l'ESMA dovrebbe poter adottare essa stessa delle misure quando le vendite allo scoperto e le altre attività connesse minacciano l'ordinato funzionamento e l'integrità dei mercati finanziari o la stabilità di parte o dell'intero sistema finanziario dell'Unione, sussistono implicazioni transfrontaliere e non sono state adottate dalle autorità competenti misure sufficienti per affrontare tale minaccia. L'ESMA dovrebbe consultare, ogniqualvolta ciò sia possibile, il Comitato europeo per il rischio sistemico e altre autorità pertinenti, quando la misura da adottare potrebbe avere effetti che vanno oltre i mercati finanziari, come potrebbe verificarsi nel caso dei derivati sulle materie prime che vengono utilizzati per la copertura (*hedging*) di posizioni fisiche. (26) I poteri dell'ESMA previsti dal presente regolamento in situazioni eccezionali per limitare le vendite allo scoperto e le altre attività collegate sono concepiti in conformità ai poteri previsti all'articolo 6bis, paragrafo 5, del regolamento.../... [ESMA]. I poteri conferiti all'ESMA in situazioni

eccezionali non devono pregiudicare i poteri che ha la stessa in una situazione di emergenza, a norma dell'articolo 10 del regolamento .../... [regolamento ESMA]. In particolare, l'ESMA deve essere in grado di adottare decisioni individuali che impongono alle autorità competenti di adottare delle misure o decisioni individuali destinate agli operatori dei mercati finanziari a norma dell'articolo 10.

- (27) I poteri di intervento delle autorità competenti e dell'ESMA per limitare le vendite allo scoperto, le operazioni su credit default swap e altri tipi di operazioni dovrebbero essere solo di natura temporanea e venire esercitati solo per il periodo e nella misura necessari ad affrontare la minaccia specifica.
- (28) A causa dei rischi specifici che possono sorgere dall'uso di credit default swap, tali operazioni rendono necessario uno stretto monitoraggio da parte delle autorità competenti. In particolare, le autorità competenti, in casi eccezionali, devono poter chiedere informazioni alle persone fisiche o giuridiche che effettuano tali operazioni circa le loro finalità.
- (29) L'ESMA deve disporre del potere generale di indagare su una questione o pratica relativa alle vendite allo scoperto o sull'uso di credit default swap per verificare se tale questione o pratica ponga una minaccia potenziale alla stabilità finanziaria o alla fiducia nel mercato. L'ESMA deve pubblicare una relazione contenente le conclusioni raggiunte al termine dell'inchiesta.
- (30) Dato che alcune misure possono riguardare persone fisiche o giuridiche e azioni al di fuori dell'Unione, è necessario, in determinate situazioni, che venga attivata una cooperazione tra le autorità competenti e le autorità di paesi terzi. Le autorità competenti devono quindi concludere accordi con le autorità dei paesi terzi. L'ESMA deve coordinare la conclusione di tali accordi di cooperazione e lo scambio tra le autorità competenti delle informazioni ricevute dai paesi terzi.
- (31) Il presente regolamento rispetta i diritti fondamentali e osserva i principi riconosciuti in particolare nel trattato sul funzionamento dell'Unione europea e nella Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea, in particolare il diritto alla protezione dei dati personali riconosciuto all'articolo 16 del trattato e all'articolo 8 della Carta. In particolare, la trasparenza in merito a importanti posizioni corte nette, tra cui la comunicazione al pubblico quando è prevista dal presente regolamento, è necessaria per ragioni di stabilità dei mercati finanziari e ai fini della protezione degli investitori. Tale trasparenza consentirà alle autorità di regolamentazione di monitorare l'uso delle vendite allo scoperto in relazione a strategie scorrette e alle implicazioni sul buon funzionamento dei mercati. Inoltre, tale trasparenza può contribuire ad evitare asimmetrie informative, garantendo che tutti i partecipanti al mercato siano adeguatamente informati in merito alla misura in cui una vendita allo scoperto sta influenzando i prezzi. È opportuno che gli scambi o le trasmissioni di informazioni da parte delle autorità competenti avvengano conformemente alle norme sul trasferimento dei dati personali di cui alla direttiva 95/46/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 24 ottobre 1995, relativa alla tutela delle persone fisiche con riguardo al trattamento dei dati personali, nonché alla libera circolazione di tali dati<sup>16</sup>. È opportuno che gli scambi o le trasmissioni di informazioni da parte dell'ESMA avvengano conformemente alle norme sul trasferimento dei dati personali stabilite nel regolamento (CE) n. 45/2001 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 18 dicembre 2000, concernente la tutela delle persone fisiche in relazione al trattamento dei dati personali da parte delle istituzioni e degli organismi comunitari, nonché la libera

---

<sup>16</sup> GUL 281 del 23.11.1995, pag. 31.

circolazione di tali dati<sup>17</sup>, che dovrebbe essere pienamente applicabile al trattamento dei dati personali ai fini del presente regolamento.

- (32) Gli Stati membri devono determinare le sanzioni da irrogare in caso di violazione delle disposizioni del presente regolamento e provvedere affinché esse siano applicate. Occorre che le sanzioni siano efficaci, proporzionali e dissuasive.
- (33) Le misure necessarie per l'applicazione del presente regolamento devono essere adottate conformemente alla decisione 1999/468/CE del Consiglio, del 28 giugno 1999, recante modalità per l'esercizio delle competenze di esecuzione conferite alla Commissione<sup>18</sup>.
- (34) È opportuno autorizzare la Commissione a adottare atti delegati, a norma dell'articolo 290 del trattato. In particolare, gli atti delegati dovrebbero essere adottati in relazione a dettagli riguardanti il calcolo delle posizioni corte, quando una persona fisica o giuridica ha una posizione scoperta in un credit default swap, le soglie di notifica o comunicazione al pubblico e l'ulteriore specificazione di criteri e fattori per stabilire se un evento o sviluppo sfavorevole costituisca una grave minaccia alla stabilità finanziaria o alla fiducia del mercato in uno Stato membro o nell'Unione.
- (35) È opportuno che la Commissione presenti una relazione al Parlamento europeo e al Consiglio nella quale valuta la correttezza delle soglie per la notifica e la comunicazione al pubblico, il funzionamento delle restrizioni e delle norme relative alla trasparenza delle posizioni corte nette e se sia opportuno introdurre eventuali altre restrizioni o condizioni in merito alle vendite allo scoperto o ai credit default swap.
- (36) Anche se le autorità nazionali competenti sono nella posizione migliore per effettuare una attività di monitoraggio e hanno una conoscenza migliore degli sviluppi del mercato, l'impatto globale dei problemi relativi alle vendite allo scoperto e ai credit default swap può essere percepito pienamente solo a livello dell'Unione. Per questa ragione, gli obiettivi del presente regolamento possono essere raggiunti meglio a questo livello; l'Unione, infatti, può adottare misure in base al principio di sussidiarietà di cui all'articolo 5 del trattato sull'Unione europea. Il presente regolamento si limita a quanto è necessario per conseguire tali obiettivi in ottemperanza al principio di proporzionalità enunciato nello stesso articolo.
- (37) Dato che alcuni Stati membri hanno già introdotto delle restrizioni alle vendite allo scoperto e dato che sono previsti atti delegati e standard tecnici vincolanti che dovrebbero essere adottati prima che il quadro normativo che si pensa di introdurre possa essere utilmente applicato, è necessario prevedere un idoneo periodo di tempo,

HANNO ADOTTATO IL PRESENTE REGOLAMENTO:

---

<sup>17</sup> GU L 8 del 12.1.2001, pag. 1.

<sup>18</sup> GU L 184 del 17.7.1999, pag. 23.

# CAPO I

## DISPOSIZIONI GENERALI

### *Articolo 1*

#### *Campo di applicazione*

Il presente regolamento si applica ai seguenti strumenti finanziari:

- 1) gli strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in una sede di negoziazione all'interno dell'Unione, anche quando tali strumenti vengono negoziati al di fuori di una sede di negoziazione;
- 2) i prodotti derivati di cui all'allegato I, sezione C, punti da 4 a 10 della direttiva 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio<sup>19</sup>, relativi ad uno strumento finanziario di cui al punto 1 o ad un emittente di uno strumento finanziario di cui al punto 1, anche quando tali prodotti derivati sono negoziati al di fuori di una sede di negoziazione;
- 3) gli strumenti di debito emessi da uno Stato membro o dall'Unione e i prodotti derivati di cui all'allegato I, sezione C, punti da 4 a 10, della direttiva 2004/39/CE, relativi agli strumenti di debito emessi da uno Stato membro o dall'Unione o ad un'obbligazione di uno Stato membro o dell'Unione.

### *Articolo 2*

#### *Definizioni*

1. Ai fini del presente regolamento si intende per:
  - a) "operatore principale (*primary dealer*) autorizzato": persona fisica o giuridica che ha sottoscritto un accordo con un emittente di debito sovrano in base al quale tale persona fisica o giuridica si impegna a effettuare, in qualità di operatore principale, operazioni sui mercati primario e secondario relative a titoli di debito emessi dal suddetto emittente;
  - b) "controparte centrale": soggetto che si interpone legalmente tra le controparti dei contratti negoziati su uno o più mercati finanziari, agendo come compratore nei confronti di tutti i venditori e come venditore nei confronti di tutti i compratori e che è responsabile del funzionamento di un sistema di compensazione (*clearing*);
  - c) "credit default swap": contratto derivato nel quale una parte versa un canone all'altra parte in cambio di una compensazione o di un pagamento in caso di inadempimento di un soggetto di riferimento o di evento creditizio relativo a tale soggetto di riferimento, o qualsiasi altro contratto derivato che abbia un effetto economico simile;
  - d) "strumento finanziario": gli strumenti di cui all'allegato I, sezione C, della direttiva 2004/39/CE;

---

<sup>19</sup> GU L 145 del 30.4.2004, pag. 1.

- e) "Stato membro d'origine" di un mercato regolamentato, di un'impresa d'investimento che gestisce un sistema multilaterale di negoziazione o qualsiasi altra impresa di investimento: lo Stato membro d'origine per quel mercato regolamentato o quella impresa di investimento ai sensi dell'articolo 4, paragrafo 1, punto 20, della direttiva 2004/39/CE;
- f) "impresa di investimento": un'impresa di investimento ai sensi dell'articolo 4, paragrafo 1, punto 1, della direttiva 2004/39/CE;
- g) "debito sovrano": uno strumento di debito emesso dall'Unione o da uno Stato membro, compreso un ministero, un dipartimento, la banca centrale, un'agenzia o un ente di tale Stato membro;
- h) "capitale azionario emesso" riferito ad una società: il totale delle azioni ordinarie e privilegiate emesse dalla società escluse le obbligazioni convertibili;
- i) "debito sovrano emesso":
  - i) riferito ad uno Stato membro, il valore totale del debito sovrano emesso dallo Stato membro o da un ministero, un dipartimento, la banca centrale, un'agenzia o un ente di tale Stato membro che non è stato rimborsato;
  - ii) riferito all'Unione, il valore totale del debito sovrano emesso dall'Unione che non è stato rimborsato;
- j) "impresa locale": un'impresa di cui all'articolo 2, paragrafo 1, punto 1, della direttiva 2004/39/CE che negozia o fissa i prezzi per conto di altri membri dello stesso mercato;
- k) "attività di *market making*": l'attività di cui all'articolo 15, paragrafo 1;
- l) "sistema multilaterale di negoziazione": sistema multilaterale ai sensi dell'articolo 4, paragrafo 1, punto 15, della direttiva 2004/39/CE;
- m) "sede principale": riferito a titoli azionari la sede di negoziazione di quei titoli con gli scambi più elevati;
- n) "mercato regolamentato": sistema multilaterale ai sensi dell'articolo 4, paragrafo 1, punto 14, della direttiva 2004/39/CE;
- o) "autorità competente pertinente":
  - i) riferito al debito sovrano di uno Stato membro o ad un credit default swap relativo ad un'obbligazione di uno Stato membro, l'autorità competente di tale Stato membro;
  - ii) riferito al debito sovrano dell'Unione o ad un credit default swap relativo ad un'obbligazione dell'Unione, l'autorità competente della giurisdizione nella quale si trova il Fondo europeo di stabilità finanziaria;
  - iii) riferito ad uno strumento finanziario diverso da uno strumento di cui al punto i) o ii), l'autorità competente per quello strumento finanziario ai sensi dell'articolo 2,

paragrafo 7, del regolamento (CE) n. 1287/2006 della Commissione e stabilita in conformità al capo III di tale regolamento;

- iv) riferito ad uno strumento finanziario diverso da quelli di cui ai punti i), ii) o iii), l'autorità competente dello Stato membro nel quale lo strumento finanziario è stato ammesso per la prima volta alla negoziazione in una sede di negoziazione;
  - p) "vendita allo scoperto": riferito ad un titolo azionario o di debito, una vendita nella quale il venditore non possiede il titolo al momento della conclusione del contratto di vendita incluso il caso in cui al momento della conclusione del contratto di vendita il venditore ha preso a prestito o si è accordato per prendere a prestito il titolo azionario o di debito per poterlo consegnare al momento del regolamento;
  - q) "giorno di negoziazione": il giorno di negoziazione ai sensi dell'articolo 4 del regolamento (CE) n. 1287/2006;
  - r) "sede di negoziazione": un mercato regolamentato o un sistema multilaterale di negoziazione nell'Unione;
  - s) "controvalore degli scambi" di un'azione: il controvalore come definito all'articolo 2, punto 9 del regolamento (CE) n. 1287/2006.
2. La Commissione può adottare, attraverso atti delegati in conformità all'articolo 36 e fatte salve le condizioni di cui agli articoli 37 e 38, misure che specificano le definizioni contenute al paragrafo 1 ed in particolare in quali condizioni si possa ritenere che una persona fisica o giuridica possieda uno strumento finanziario ai fini della definizione di vendita allo scoperto di cui al paragrafo 1, lettera p).

### *Articolo 3* **Posizioni corte e lunghe**

1. Ai fini del presente regolamento, una posizione derivante da una delle seguenti situazioni è considerata una posizione corta con riferimento al capitale azionario emesso da una società o al debito sovrano emesso da uno Stato membro o dall'Unione:
- a) vendita allo scoperto di un titolo azionario emesso da una società o di un titolo di debito emesso da uno Stato membro o dall'Unione;
  - b) operazione effettuata da una persona fisica o giuridica che crea o fa riferimento ad uno strumento finanziario diverso dagli strumenti di cui alla lettera a) laddove l'effetto o uno degli effetti di tale operazione consiste nel conferire un vantaggio finanziario alla persona fisica o giuridica in caso di diminuzione del prezzo o del valore del titolo azionario o del titolo di debito.
2. Ai fini del presente regolamento, una posizione derivante da una delle seguenti situazioni è considerata una posizione lunga con riferimento al capitale azionario emesso da una società o al debito sovrano emesso da uno Stato membro o dall'Unione:
- a) detenzione di un titolo azionario emesso da una società o di un titolo di debito emesso da uno Stato membro o dall'Unione;

- b) operazione effettuata da una persona fisica o giuridica che crea o fa riferimento ad uno strumento finanziario diverso dagli strumenti di cui alla lettera a) laddove l'effetto o uno degli effetti di tale operazione consiste nel conferire un vantaggio finanziario alla persona fisica o giuridica in caso di aumento del prezzo o del valore del titolo azionario o del titolo di debito.
3. Ai fini dei paragrafi 1 e 2 il calcolo di una posizione corta e di una posizione lunga con riferimento al debito sovrano comprende qualsiasi credit default swap riferito ad un'obbligazione o ad un evento creditizio relativo ad uno Stato membro o all'Unione.
4. Ai fini del presente regolamento, la posizione che rimane dopo aver dedotto una posizione lunga che una persona fisica o giuridica detiene con riferimento al capitale azionario emesso da una società da una posizione corta che una persona fisica o giuridica detiene con riferimento a tale capitale viene considerata una posizione corta netta con riferimento al capitale azionario emesso da tale società.
5. Ai fini del presente regolamento, la posizione che rimane dopo aver dedotto una posizione lunga che una persona fisica o giuridica detiene con riferimento al debito sovrano emesso da uno Stato membro o dall'Unione da una posizione corta che tale persona fisica o giuridica detiene con riferimento allo stesso debito viene considerata una posizione corta netta con riferimento al debito sovrano emesso da uno Stato membro o dall'Unione.
6. Il calcolo di cui ai paragrafi da 1 a 5 per il debito sovrano viene fatto per ogni singolo Stato membro o per l'Unione anche se soggetti separati all'interno dello Stato membro o dell'Unione emettono debito sovrano per conto dello Stato membro o dell'Unione.
7. La Commissione adotta, mediante atti delegati in conformità all'articolo 36 e fatte salve le condizioni di cui agli articoli 37 e 38, misure che specificano:
- a) quando si ritiene che una persona fisica o giuridica detenga un'azione o uno strumento di debito ai fini del paragrafo 2;
- b) i casi nei quali una persona fisica o giuridica detiene una posizione corta netta ai fini dei paragrafi 4 e 5 e il metodo di calcolo della posizione;
- c) il metodo di calcolo delle posizioni ai fini dei paragrafi 3, 4 e 5 quando soggetti diversi in un gruppo detengono posizioni lunghe o corte o per attività di gestione di fondi relative a fondi separati.

#### *Articolo 4*

#### ***Posizione scoperta in un credit default swap***

1. Ai fini del presente regolamento, si ritiene che una persona fisica o giuridica detenga una posizione scoperta in un credit default swap relativo ad un'obbligazione di uno Stato membro o dell'Unione, quando tale credit default swap non serve a coprire dal rischio di inadempimento dell'emittente quando la persona fisica o giuridica detiene una posizione lunga nel debito sovrano di tale emittente o una posizione lunga nel debito di un emittente per il quale il prezzo del suo debito è altamente correlato con il prezzo dell'obbligazione di uno Stato membro o dell'Unione. La parte in un contratto relativo ad un credit default swap che ha l'obbligo di effettuare il pagamento o pagare la compensazione nel caso di inadempimento o di

un evento creditizio relativo al soggetto di riferimento, in ragione di tale obbligazione, non detiene una posizione scoperta ai fini del presente paragrafo.

2. La Commissione adotta, mediante atti delegati in conformità all'articolo 36 e fatte salve le condizioni di cui agli articoli 37 e 38, misure che specificano:
  - a) i casi nei quali un'operazione su credit default swap è considerata a copertura di un rischio di inadempimento, ai fini del paragrafo 1, e il metodo di calcolo di una posizione scoperta in un credit default swap ai fini di tale paragrafo;
  - b) il metodo di calcolo delle posizioni ai fini del paragrafo 1 quando soggetti diversi in un gruppo detengono posizioni lunghe o corte, o per attività di gestione di fondi relative a fondi separati.

## **CAPO II**

### **TRASPARENZA DELLE POSIZIONI CORTE NETTE**

#### *Articolo 5*

##### ***Notifica alle autorità competenti di importanti posizioni corte nette in titoli azionari***

1. Una persona fisica o giuridica che ha una posizione corta netta in relazione al capitale azionario emesso da una società le cui azioni sono ammesse alla negoziazione in una sede di negoziazione effettua la notifica all'autorità competente pertinente quando tale posizione raggiunge o scende al di sotto della pertinente soglia di notifica di cui al paragrafo 2.
2. Una soglia di notifica pertinente consiste in una percentuale pari allo 0,2% del valore del capitale azionario emesso dalla società interessata e ogni 0,1% successivo.
3. La Commissione può, mediante atti delegati in conformità all'articolo 36 e fatte salve le condizioni di cui agli articoli 37 e 38, modificare le soglie menzionate al paragrafo 2, tenendo conto degli sviluppi sui mercati finanziari.

#### *Articolo 6*

##### ***Contrassegnazione degli ordini di vendita allo scoperto impartiti nella sede di negoziazione***

Una sede di negoziazione in cui sono ammesse alla negoziazione azioni stabilisce le procedure idonee affinché le persone fisiche o giuridiche che eseguono ordini su tale piattaforma contrassegnino gli ordini di vendita come ordini di vendita allo scoperto se il venditore sta effettuando una vendita allo scoperto del titolo azionario. La sede di negoziazione pubblica almeno una volta al giorno una sintesi del volume degli ordini contrassegnati come ordini di vendita allo scoperto.

#### *Articolo 7*

#### ***Comunicazione al pubblico di importanti posizioni corte nette in titoli azionari***

1. Una persona fisica o giuridica che ha una posizione corta netta in relazione al capitale azionario emesso da una società le cui azioni sono ammesse alla negoziazione in una sede di negoziazione comunica al pubblico i dettagli della posizione quando quest'ultima raggiunge o scende al di sotto di una pertinente soglia di comunicazione al pubblico di cui al paragrafo 2.
2. Una soglia di comunicazione al pubblico pertinente consiste in una percentuale pari allo 0,5% del valore del capitale azionario emesso dalla società interessata e ogni 0,1% successivo.
3. La Commissione può, mediante atti delegati in conformità all'articolo 36 e fatte salve le condizioni di cui agli articoli 37 e 38, modificare le soglie menzionate al paragrafo 2, tenendo conto degli sviluppi sui mercati finanziari.

#### *Articolo 8*

#### ***Notifica alle autorità competenti di importanti posizioni corte nette in debito sovrano e credit default swap***

1. Una persona fisica o giuridica che detiene una delle seguenti posizioni notifica alla relativa autorità competente quando la posizione raggiunge o scende al di sotto della pertinente soglia di notifica per lo Stato membro interessato o l'Unione:
  - a) una posizione corta netta relativa al debito sovrano emesso di uno Stato membro o dell'Unione;
  - b) una posizione scoperta in un credit default swap relativo ad un'obbligazione di uno Stato membro o dell'Unione.
2. Le pertinenti soglie di notifica consistono nell'ammontare iniziale e nei successivi livelli incrementali in relazione ad ogni Stato membro e all'Unione, come viene specificato nelle misure prese dalla Commissione in conformità al paragrafo 3.
3. La Commissione specifica, mediante atti delegati in conformità all'articolo 36 e fatte salve le condizioni di cui agli articoli 37 e 38, gli ammontari e i livelli incrementali di cui al paragrafo 2. Essa tiene conto dei seguenti aspetti:
  - a) che le soglie non vengano stabilite ad un livello tale da richiedere la notifica di posizioni di valore minimo;
  - b) il valore totale del debito sovrano emesso in essere per ogni Stato membro e l'Unione e la dimensione media delle posizioni detenute dai partecipanti al mercato relative al debito sovrano di tale Stato membro o dell'Unione.

*Articolo 9*  
**Metodo di notifica e comunicazione al pubblico**

1. La notifica o comunicazione al pubblico di cui agli articoli 5, 7 o 8 contiene i dati relativi all'identità della persona fisica o giuridica che detiene la posizione in questione, la dimensione della posizione in questione, l'emittente nei cui confronti la posizione è detenuta e la data alla quale la posizione è stata creata, modificata o ha cessato di esistere.
2. L'ora pertinente per il calcolo di una posizione corta netta sono le 24,00 del giorno di negoziazione al quale la persona fisica o giuridica detiene la posizione in questione. La notifica o comunicazione al pubblico viene fatta non oltre le ore 15,30 del giorno di negoziazione successivo.
3. La notifica delle informazioni alla pertinente autorità competente avviene in conformità alle modalità di cui all'articolo 12, paragrafo 1, del regolamento (CE) n. 1287/2006.
4. La comunicazione al pubblico delle informazioni di cui all'articolo 7 viene effettuata in modo da garantire un rapido accesso alle informazioni su base non discriminatoria. Le informazioni vengono messe a disposizione del meccanismo ufficialmente stabilito dallo Stato membro d'origine dell'emittente delle azioni di cui all'articolo 21, paragrafo 2, della direttiva 2004/109/CE del Parlamento europeo e del Consiglio<sup>20</sup>.
5. Viene delegato alla Commissione il potere di adottare standard tecnici di regolamentazione che specifichino le informazioni da fornire ai fini del paragrafo 1.

Gli standard di regolamentazione di cui al primo comma sono adottati in conformità agli articoli [da 7 a 7 quinquies] del regolamento (UE) n. .../... [regolamento ESMA].

L'ESMA presenta alla Commissione i progetti di standard tecnici di regolamentazione entro e non oltre il [31 dicembre 2011].

6. Al fine di garantire l'uniformità delle condizioni di applicazione del paragrafo 4, alla Commissione è conferito il potere di adottare standard tecnici di esecuzione che specifichino le modalità di comunicazione al pubblico delle informazioni.

Gli standard tecnici di esecuzione di cui al primo comma sono adottati in conformità all'articolo [7 sexies] del regolamento (UE) n. .../... [regolamento ESMA].

L'ESMA presenta alla Commissione i progetti di standard tecnici di esecuzione entro e non oltre il [31 dicembre 2011].

---

<sup>20</sup> GU L 390 del 31.12.2004, pag. 38.

*Articolo 10*  
**Applicazione al di fuori dell'Unione**

Le norme di notifica e comunicazione al pubblico di cui agli articoli 5, 7 e 8 si applicano alle persone fisiche o giuridiche che risiedano o che siano stabilite dentro o fuori dell'Unione europea.

*Articolo 11*  
**Informazioni da fornire all'ESMA**

1. Le autorità competenti forniscono all'ESMA, in forma di sintesi e a intervalli trimestrali, le informazioni sulle posizioni corte nette relative a titoli azionari o del debito sovrano e sulle posizioni scoperte relative a credit default swap per le quali esse sono l'autorità competente pertinente e ricevono le notifiche di cui agli articoli da 5 a 8.
2. L'ESMA può richiedere in qualsiasi momento, per l'espletamento delle sue funzioni a norma del presente regolamento, informazioni supplementari da una pertinente autorità competente di uno Stato membro in merito a posizioni corte nette relative a titoli azionari o di debito sovrano o posizioni scoperte relative a credit default swap.

L'autorità competente trasmette le informazioni richieste all'ESMA al più tardi entro sette giorni di calendario.

**CAPO III**  
**VENDITE ALLO SCOPERTO SENZA PROVVISITA DI TITOLI**  
**GARANTITA**

*Articolo 12*  
**Limitazioni delle vendite allo scoperto senza provvista di titoli garantita**

1. Una persona fisica o giuridica può effettuare una vendita allo scoperto di un titolo azionario ammesso alla negoziazione in una sede di negoziazione o di un titolo di debito sovrano solo quando è soddisfatta una delle seguenti condizioni:
  - a) la persona fisica o giuridica ha preso a prestito il titolo azionario o di debito sovrano;
  - b) la persona fisica o giuridica ha concluso un accordo per prendere a prestito il titolo azionario o di debito sovrano;
  - c) la persona fisica o giuridica ha preso in precedenza accordi con un terzo in base ai quali quest'ultimo ha confermato che il titolo azionario o di debito sovrano è stato reperito e riservato per essere prestato alla persona fisica o giuridica in questione in modo che il regolamento possa essere effettuato alla scadenza del contratto.
2. Al fine di garantire condizioni di applicazione uniformi del paragrafo 1, alla Commissione è conferito il potere di adottare standard tecnici di esecuzione che specificano i tipi di accordi o

disposizioni che garantiscono in modo adeguato che il titolo azionario o di debito sovrano sarà a disposizione per il regolamento.

La Commissione in particolare tiene conto della necessità di preservare la liquidità dei mercati soprattutto dei mercati delle obbligazioni sovrane inclusi i loro mercati repo.

Gli standard tecnici di esecuzione di cui al primo comma sono adottati in conformità all'articolo [7 sexies] del regolamento (UE) n. .../... [regolamento ESMA].

L'ESMA presenta alla Commissione i progetti di tali standard tecnici di esecuzione entro e non oltre il [1° gennaio 2012].

### *Articolo 13*

#### ***Procedure di buy-in e ammende per regolamento tardivo***

1. Una sede di negoziazione in cui sono ammessi alla negoziazione titoli azionari o di debito sovrano provvede affinché essa stessa, o la controparte centrale che effettua per essa i servizi di compensazione, disponga di procedure che siano conformi a tutti i requisiti seguenti:
  - a) quando una persona fisica o giuridica che vende titoli azionari o di debito sovrano nella sede di negoziazione non è in grado di consegnare i titoli per il regolamento entro quattro giorni di negoziazione dal giorno in cui avviene l'operazione, o entro sei giorni di negoziazione dal giorno in cui avviene l'operazione nel caso di attività di *market making*, scattano automaticamente per la sede di negoziazione o per la controparte centrale le procedure di acquisto (*buy-in*) dei titoli azionari o di debito sovrano per garantire la consegna per il regolamento;
  - b) quando la sede di negoziazione o la controparte centrale non è in grado di acquistare i titoli azionari o di debito sovrano per la consegna, la sede di negoziazione o la controparte centrale pagano all'acquirente una compensazione in contanti basata sul valore dei titoli azionari o di debito che devono essere consegnati alla data di consegna più un determinato importo per le perdite subite dall'acquirente;
  - c) la persona fisica o giuridica che non è in grado di effettuare il regolamento paga un importo alla sede di negoziazione o alla controparte centrale per rimborsare queste ultime degli importi pagati ai sensi delle lettere a) e b).
2. Una sede di negoziazione nella quale sono ammessi alla negoziazione titoli azionari o di debito sovrano provvede a dotarsi di procedure, o fa in modo che il sistema di regolamento che fornisce i servizi di regolamento per i titoli azionari o di debito sovrano disponga di procedure, in grado di garantire che, quando una persona fisica o giuridica che vende titoli azionari o di debito sovrano in tale sede di negoziazione non sia in grado di consegnare i titoli venduti alla data alla quale deve avvenire il regolamento, tale persona fisica o giuridica abbia l'obbligo di procedere al versamento di somme giornaliere alla sede di negoziazione o al sistema di regolamento per ogni giorno di inadempimento.

Tali versamenti giornalieri devono essere sufficientemente elevati da non permettere al venditore di trarre un profitto dal mancato regolamento e fungere da deterrente nei confronti delle persone fisiche o giuridiche che non sono in grado di effettuare il regolamento.

3. Una sede di negoziazione nella quale sono ammessi alla negoziazione titoli azionari o di debito sovrano deve disporre di norme che le consentono di vietare a una persona fisica o giuridica che sia membro della sede di negoziazione di effettuare ulteriori vendite allo scoperto di titoli azionari o di debito sovrano in tale sede di negoziazione, fino a quando il soggetto in questione non sia in grado di procedere al regolamento di un'operazione derivante da una vendita allo scoperto effettuata in tale sede.

## **CAPO IV ESENZIONI**

### *Articolo 14*

#### ***Esenzione ammessa quando la sede di negoziazione principale si trova fuori dell'Unione***

1. Gli articoli 5, 7, 12 e 13 non si applicano ai titoli azionari di una società ammessa alla negoziazione in una sede di negoziazione all'interno dell'Unione quando la sede principale per la negoziazione di quei titoli si trova in un paese al di fuori dell'Unione.
2. L'autorità competente pertinente per i titoli azionari di una società che sono negoziati in una sede di negoziazione all'interno dell'Unione e in una piattaforma che si trova fuori dell'Unione verifica, a intervalli almeno biennali, se la sede principale per la negoziazione di quei titoli si trovi fuori dell'Unione.

L'autorità competente pertinente notifica all'ESMA i titoli azionari la cui sede principale di negoziazione si trova fuori dell'Unione.

Ogni due anni l'ESMA pubblica l'elenco dei titoli azionari la cui sede principale di negoziazione si trova fuori dell'Unione. L'elenco resta in vigore per un periodo di due anni.

3. Viene delegato alla Commissione il potere di adottare standard tecnici di regolamentazione che specificano il metodo di calcolo del controvalore degli scambi per stabilire la sede principale per la negoziazione di un titolo azionario.

Gli standard di regolamentazione di cui al primo comma sono adottati in conformità agli articoli [da 7 a 7 quinquies] del regolamento (UE) n. .../... [regolamento ESMA].

L'ESMA presenta alla Commissione i progetti di standard tecnici di regolamentazione entro e non oltre il [31 dicembre 2011].

4. Al fine di garantire l'uniformità delle condizioni di applicazione dei paragrafi 1 e 2, alla Commissione è conferito il potere di adottare standard tecnici di esecuzione per stabilire:
  - a) la data e il periodo rispetto al quale viene effettuato il calcolo relativo alla sede principale di negoziazione dei titoli azionari;
  - b) la data alla quale l'autorità competente pertinente comunica all'ESMA i titoli azionari la cui sede di negoziazione principale si trova fuori dell'Unione;

- c) la data a partire dalla quale l'elenco entra in vigore in seguito alla pubblicazione da parte dell'ESMA.

Gli standard tecnici di esecuzione di cui al primo comma sono adottati in conformità all'articolo [7 sexies] del regolamento (UE) n. .../... [regolamento ESMA].

L'ESMA presenta alla Commissione i progetti di standard tecnici di esecuzione entro e non oltre il [31 dicembre 2011].

#### *Articolo 15*

#### ***Esenzione per operazioni di market making e di mercato primario***

1. Gli articoli 5, 6, 7, 8 e 12 non si applicano alle attività di un'impresa di investimento o di un soggetto di un paese terzo o di un'impresa locale che sia membro di una sede di negoziazione o di un mercato di un paese terzo il cui quadro giuridico e di vigilanza sia stato dichiarato equivalente ai sensi del paragrafo 2, quando agisce in qualità di operatore principale per uno strumento finanziario negoziato in una sede di negoziazione o fuori di essa, secondo una o entrambe le seguenti modalità:
  - a) comunicando simultaneamente corsi di acquisto e di vendita fermi e concorrenziali, di livello comparabile, fornendo così liquidità regolare e continua al mercato;
  - b) nell'ambito della sua attività abituale, eseguendo ordini avviati da clienti o rispondendo alle richieste di vendita o di acquisto dei clienti e coprendo le posizioni derivate da tali operazioni.
  
2. La Commissione può, in conformità alla procedura di cui all'articolo 39, paragrafo 2, adottare decisioni che stabiliscano che il quadro giuridico e di vigilanza di un paese terzo garantisce che un mercato autorizzato in tale paese terzo ottempera ai requisiti giuridici vincolanti che sono, ai fini dell'applicazione dell'esenzione di cui al paragrafo 1, equivalenti ai requisiti derivanti dal titolo III della direttiva 2004/39/CE, dalla direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio<sup>21</sup> e dalla direttiva 2004/109/CE, e che, in tale paese terzo, sono oggetto di effettive vigilanza e applicazione.

Il quadro giuridico e di vigilanza di un paese terzo può dirsi equivalente se soddisfa tutte le seguenti condizioni:

- a) i mercati di quel paese terzo sono soggetti ad autorizzazione e a vigilanza ed applicazione delle norme effettive e ininterrotte;
- b) i mercati sono disciplinati da norme chiare e trasparenti per quanto riguarda l'ammissione di valori mobiliari alla negoziazione in modo che tali valori possano essere negoziati in modo equo, ordinato ed efficiente e siano liberamente negoziabili;
- c) gli emittenti di valori mobiliari sono soggetti all'obbligo di fornire informazioni in modo periodico e costante garantendo in tal modo un elevato livello di protezione degli investitori;

---

<sup>21</sup> GUL 96 del 12.4.2003, pag. 16.

- d) è garantita la trasparenza e l'integrità del mercato impedendo gli abusi di mercato sotto forma di abuso di informazioni privilegiate e manipolazioni di mercato.
3. Gli articoli 8 e 12 non si applicano alle attività di una persona fisica o giuridica quando, agendo in quanto operatore principale autorizzato in base ad un accordo concluso con un emittente di debito sovrano, agisce in qualità di operatore principale per uno strumento finanziario in relazione a operazioni sul mercato primario o secondario concernenti titoli di debito sovrano.
  4. Gli articoli 5, 6, 7 e 12 non si applicano ad una persona fisica o giuridica quando effettua una vendita allo scoperto di un titolo o ha una posizione corta netta nell'ambito di una operazione di stabilizzazione a norma del capo III del regolamento (CE) n. 2273/2003 della Commissione<sup>22</sup>.
  5. Le esenzioni di cui ai paragrafi 1 e 3 si applicano solo quando la persona fisica o giuridica interessata abbia precedentemente notificato all'autorità competente del suo Stato membro d'origine, per iscritto, la propria intenzione di avvalersi dell'esenzione. La notifica deve essere fatta almeno trenta giorni di calendario prima della data alla quale la persona fisica o giuridica intende avvalersi dell'esenzione.
  6. L'autorità competente dello Stato membro d'origine può proibire l'uso dell'esenzione se ritiene che la persona fisica o giuridica non soddisfi le condizioni previste dalla stessa. L'eventuale divieto viene imposto entro il periodo di trenta giorni di calendario di cui al paragrafo precedente o successivamente se l'autorità competente viene a conoscenza di modifiche intervenute nella situazione della persona in oggetto in base alle quali quest'ultima non soddisfa più le condizioni previste.
  7. Un soggetto di un paese terzo non autorizzato nell'Unione invia la notifica di cui al paragrafo 5 all'autorità competente della sede di negoziazione principale dell'Unione nella quale opera.
  8. Una persona fisica o giuridica che ha effettuato la notifica a norma del paragrafo 5 comunica al più presto possibile all'autorità competente del suo Stato membro di origine per iscritto se vi sono cambiamenti che modificano la sua ammissibilità ad avvalersi dell'esenzione.
  9. L'autorità competente dello Stato membro di origine può chiedere informazioni, per iscritto, ad una persona fisica o giuridica che opera a titolo delle esenzioni di cui ai paragrafi 1, 3 o 4, in merito alle posizioni corte detenute o alle attività effettuate a titolo dell'esenzione. La persona fisica o giuridica trasmette le informazioni non oltre quattro giorni di calendario dall'invio della richiesta.
  10. L'autorità competente pertinente notifica all'ESMA entro due settimane dalla notifica in conformità del paragrafo 5 o 8 eventuali *market maker* e operatori principali autorizzati che si avvalgono dell'esenzione ed eventuali *market maker* e operatori principali autorizzati che non si avvalgono più dell'esenzione.
  11. L'ESMA pubblica sul suo sito internet un elenco di *market maker* e operatori principali autorizzati che si avvalgono dell'esenzione aggiornandolo periodicamente.

---

<sup>22</sup> GU L 336 del 23.12.2003, pag. 33.

# **CAPO V**

## **POTERI DI INTERVENTO DELLE AUTORITA' COMPETENTI E DELL'ESMA**

### **Sezione 1**

#### *Poteri delle autorità competenti*

#### *Articolo 16*

#### ***Comunicazione al pubblico in situazioni eccezionali***

1. L'autorità competente di uno Stato membro può imporre a persone fisiche o giuridiche che hanno posizioni corte nette in relazione ad uno specifico strumento finanziario o categoria di strumenti finanziari di notificare o comunicare al pubblico informazioni dettagliate della posizione in questione quando quest'ultima raggiunge o scende sotto una soglia di notifica fissata dall'autorità competente, in presenza delle condizioni seguenti:
  - a) sussistono eventi o sviluppi sfavorevoli che costituiscono una grave minaccia alla stabilità finanziaria o alla fiducia del mercato nello Stato membro o in uno o più altri Stati membri;
  - b) la misura è necessaria per affrontare la minaccia.
2. Il paragrafo 1 non si applica agli strumenti finanziari già sottoposti ad obblighi di trasparenza in virtù degli articoli da 5 a 8 del capo II.

#### *Articolo 17*

#### ***Restrizioni sulle vendite allo scoperto e operazioni analoghe in situazioni eccezionali***

1. L'autorità competente di uno Stato membro può adottare la misura di cui al paragrafo 2 o 3, in presenza delle seguenti condizioni:
  - a) sussistono eventi o sviluppi sfavorevoli che costituiscono una grave minaccia alla stabilità finanziaria o alla fiducia del mercato nello Stato membro o in uno o più altri Stati membri;
  - b) la misura è necessaria per affrontare la minaccia.
2. L'autorità competente dello Stato membro può proibire o imporre condizioni relative a persone fisiche o giuridiche che effettuano:
  - a) una vendita allo scoperto;
  - b) un'operazione diversa da una vendita allo scoperto che crea, o fa riferimento a, uno strumento finanziario laddove l'effetto o uno degli effetti di tale operazione consiste nel conferire un vantaggio finanziario alla persona fisica o giuridica in caso di diminuzione del prezzo o del valore di un altro strumento finanziario.

3. L'autorità competente dello Stato membro può impedire a persone fisiche o giuridiche di effettuare operazioni relative a strumenti finanziari o limitare il valore delle operazioni che possono essere effettuate in quello strumento finanziario.
4. Una misura a norma del paragrafo 2 o 3 può essere applicata a operazioni concernenti tutti gli strumenti finanziari, gli strumenti finanziari di una categoria specifica o uno specifico strumento finanziario. La misura può applicarsi in circostanze, o essere soggetta a deroghe, specificate dall'autorità competente pertinente. In particolare possono essere specificate le deroghe da applicare alle attività di *market making* e di mercato primario.

#### *Articolo 18*

##### ***Restrizioni sulle operazioni relative a credit default swap in circostanze eccezionali***

1. L'autorità competente di uno Stato membro può porre delle limitazioni a persone fisiche o giuridiche per quanto riguarda le operazioni su credit default swap relative ad un titolo obbligazionario di uno Stato membro o dell'Unione o limitare il valore di posizioni scoperte su credit default swap che possono essere create da persone fisiche o giuridiche con riferimento ad un titolo obbligazionario di uno Stato membro o dell'Unione, in presenza di entrambe le condizioni seguenti:
  - a) sussistono eventi o sviluppi sfavorevoli che costituiscono una grave minaccia alla stabilità finanziaria o alla fiducia del mercato nello Stato membro o in uno o più altri Stati membri;
  - b) la misura è necessaria per affrontare la minaccia.
2. Una misura in virtù del paragrafo 1 può essere applicata alle operazioni su credit default swap di una categoria specifica o a operazioni specifiche su credit default swap. La misura può applicarsi in circostanze o essere soggetta a deroghe specificate dall'autorità competente. In particolare possono essere specificate deroghe da applicare alle attività di *market making* e di mercato primario.

#### *Articolo 19*

##### ***Potere di limitare temporaneamente la vendita allo scoperto di strumenti finanziari in caso di un calo significativo del prezzo***

1. Quando il prezzo di uno strumento finanziario in una sede di negoziazione durante una sola giornata di negoziazione è sceso in misura pari al controvalore di cui al paragrafo 4 dal prezzo di chiusura del giorno precedente di negoziazione in quella sede, l'autorità competente dello Stato membro di origine per quella sede verifica se sia opportuno proibire o imporre dei limiti a persone fisiche o giuridiche per quanto riguarda l'avvio di vendite allo scoperto dello strumento finanziario in quella sede di negoziazione o altrimenti porre dei limiti alle operazioni su quello strumento finanziario in quella sede allo scopo di impedire un calo disordinato del prezzo di tale strumento finanziario.

Quando l'autorità competente si convince, in virtù del primo comma, che sia opportuno agire in questo senso, nel caso di un titolo azionario o di debito, vieta o pone dei limiti alle persone, per quanto riguarda l'avvio di una vendita allo scoperto nella sede di negoziazione o, nel caso

di un altro tipo di strumento finanziario, pone dei limiti alle operazioni in quello strumento finanziario in quella sede di negoziazione.

2. La misura si applica per un periodo che non deve superare la fine del giorno di negoziazione successivo al giorno di negoziazione nel quale si è verificato il calo del prezzo.
3. La misura si applica in circostanze, o è soggetta a deroghe, specificate dall'autorità competente. In particolare possono essere specificate le deroghe da applicare alle attività di *market making* e di mercato primario.
4. Il calo del valore deve essere pari al 10% o più nel caso di un titolo azionario e per altre categorie di strumenti finanziari l'ammontare deve essere specificato dalla Commissione.

La Commissione specifica, mediante atti delegati in conformità all'articolo 36 e fatte salve le condizioni di cui agli articoli 37 e 38, il calo in valore degli strumenti finanziari diversi dai titoli azionari, tenendo conto delle specificità di ogni categoria di strumenti finanziari.

5. Viene delegato alla Commissione il potere di adottare standard tecnici di regolamentazione che specificano il metodo di calcolo del calo del 10% per i titoli azionari e del calo del valore specificato dalla Commissione come indicato al paragrafo 4.

Gli standard di regolamentazione di cui al primo comma sono adottati in conformità agli articoli [da 7 a 7 quinquies] del regolamento (UE) n. .../... [regolamento ESMA].

L'ESMA presenta alla Commissione i progetti di standard tecnici di regolamentazione entro e non oltre il [31 dicembre 2011].

#### *Articolo 20* ***Durata delle restrizioni***

Una misura imposta a norma degli articoli da 16 a 18 è valida per un periodo iniziale non superiore a tre mesi dalla data di pubblicazione dell'avviso di cui all'articolo 21.

Tale misura può essere prorogata per ulteriori periodi non superiori ogni volta a tre mesi.

#### *Articolo 21* ***Avviso di restrizioni***

1. L'autorità competente pubblica sul suo sito internet l'avviso relativo alla decisione di imporre o prorogare una misura di cui agli articoli da 16 a 19.
2. L'avviso specifica almeno i dettagli relativi a:
  - a) le misure imposte indicando gli strumenti e la categoria di operazioni a cui tali misure si applicano e la loro durata;
  - b) le ragioni per cui l'autorità competente ritiene che sia necessario imporre le suddette misure e la relativa documentazione a sostegno.

3. Una misura a norma degli articoli da 16 a 19 entra in vigore quando l'avviso è pubblicato o al momento precisato nell'avviso, vale a dire dopo la sua pubblicazione, e si applica solo in relazione ad una operazione effettuata dopo l'entrata in vigore della misura.

#### *Articolo 22*

#### ***Notifica all'ESMA e alle altre autorità competenti***

1. Prima di imporre o prorogare una misura a norma degli articoli 16, 17 o 18 e prima di imporre restrizioni a norma dell'articolo 19, un'autorità competente notifica all'ESMA e alle altre autorità competenti la misura in questione.
2. La notifica contiene i dettagli delle misure proposte, la categoria di strumenti finanziari e le operazioni a cui esse si applicano, la documentazione a sostegno che le motiva e il momento della loro entrata in vigore.
3. La notifica di una proposta di imposizione o proroga di una misura a norma degli articoli 16, 17 e 18 viene fatta almeno 24 ore prima dell'entrata in vigore della misura o dell'eventuale proroga. In circostanze eccezionali, un'autorità competente può effettuare la notifica meno di 24 ore prima dell'entrata in vigore della misura quando non sia possibile rispettare il termine di 24 ore. Una notifica a norma dell'articolo 19 viene fatta prima che la misura in questione entri in vigore.
4. Un'autorità competente di uno Stato membro che riceve la notifica a norma del presente articolo può adottare misure in conformità agli articoli da 16 a 19 in quello Stato membro quando sia convinta che la misura sia necessaria ai fini dell'assistenza all'altra autorità competente. L'autorità competente notifica in conformità ai paragrafi da 1 a 3 anche quando propone di adottare le misure.

#### ***Sezione 2***

#### ***Poteri dell'ESMA***

#### *Articolo 23*

#### ***Coordinamento da parte dell'ESMA***

1. L'ESMA svolge un ruolo di agevolazione e coordinamento in relazione alle misure adottate dalle autorità competenti nell'ambito della sezione 1. In particolare l'ESMA provvede affinché le autorità competenti adottino un'impostazione coerente per quanto riguarda le misure di cui alla sezione 1, in particolare in merito a quando sia necessario utilizzare i poteri di intervento previsti dalla sezione 1, il tipo di misure imposte, il loro inizio e la loro durata.
2. Dopo aver ricevuto la notifica a norma dell'articolo 22 di eventuali misure da imporre o prorogare in conformità agli articoli 16, 17 o 18, l'ESMA esprime entro 24 ore un parere in cui dichiara se giudica la misura, esistente o proposta, necessaria per affrontare una determinata situazione eccezionale. Il parere precisa se l'ESMA ritenga che si siano verificati eventi o sviluppi sfavorevoli che costituiscono una grave minaccia alla stabilità finanziaria o alla fiducia del mercato in uno o più Stati membri, se la misura esistente o proposta sia opportuna e proporzionata per affrontare la minaccia e se la durata proposta delle misure sia giustificata. Se l'ESMA ritiene che la misura delle altre autorità competenti sia necessaria per affrontare la minaccia, lo dichiara nel suo parere. Il parere viene pubblicato sul sito internet dell'ESMA.

3. Quando un'autorità competente propone di adottare o adotta delle misure contrarie al parere dell'ESMA a norma del paragrafo 2 o si astiene dall'adottare misure contrariamente a quanto raccomandato in un parere dell'ESMA a norma dello stesso paragrafo, pubblica immediatamente sul suo sito internet un avviso in cui spiega in modo esauriente le proprie ragioni.

*Articolo 24*  
***Poteri di intervento dell'ESMA***

1. A norma dell'articolo [6 bis, paragrafo 5] del regolamento (UE) n. .../... [regolamento ESMA], l'ESMA, quando sono soddisfatte tutte le condizioni di cui al paragrafo 2, adotta una o più delle seguenti misure:
  - a) impone alle persone fisiche o giuridiche con posizioni corte nette in uno specifico strumento finanziario o in una categoria di strumenti finanziari di notificare ad un'autorità competente o di comunicare al pubblico i dettagli di tali posizioni;
  - b) vieta o impone determinate condizioni relative a persone fisiche o giuridiche che effettuano una vendita allo scoperto o un'operazione che crea, o si riferisce a, uno strumento finanziario laddove l'effetto o uno degli effetti di tale operazione consiste nel conferire un vantaggio finanziario alla persona fisica o giuridica in caso di diminuzione del prezzo o del valore di un altro strumento finanziario;
  - c) impone delle limitazioni a persone fisiche o giuridiche per quanto riguarda l'effettuazione di operazioni su credit default swap relative ad un titolo obbligazionario di uno Stato membro o dell'Unione o per quanto riguarda il valore di posizioni scoperte su credit default swap che possono essere create da persone fisiche o giuridiche su un titolo obbligazionario di uno Stato membro o dell'Unione;
  - d) impedisce a persone fisiche o giuridiche di effettuare operazioni relative a strumenti finanziari o impone limitazioni al valore delle operazioni che possono essere effettuate in quello strumento finanziario.

La misura può essere applicata in determinate circostanze o essere soggetta a deroghe specificate dall'autorità competente pertinente. In particolare possono essere specificate deroghe da applicare alle attività di *market making* e di mercato primario.

2. L'ESMA adotta una decisione a norma del paragrafo 1 solo se sono soddisfatte tutte le condizioni seguenti:
  - a) le misure elencate alle lettere da a) a d) del paragrafo 1 affrontano una minaccia all'ordinato funzionamento e all'integrità dei mercati finanziari o alla stabilità di tutto o di parte del sistema finanziario dell'Unione e sussistono implicazioni transfrontaliere;
  - b) un'autorità competente o le autorità competenti non hanno adottato misure per affrontare la minaccia o le misure adottate non sono sufficienti per far fronte alla minaccia in questione.

3. Quando adotta le misure di cui al paragrafo 1, l'ESMA tiene conto del grado in cui la misura:
- a) fa fronte in modo significativo alla minaccia all'ordinato funzionamento e all'integrità dei mercati finanziari o alla stabilità di tutto o di parte del sistema finanziario dell'Unione o migliora in modo significativo la capacità delle autorità competenti di monitorare la minaccia;
  - b) non crea un rischio di arbitraggio normativo;
  - c) non avrà effetti negativi sull'efficienza dei mercati finanziari, come la riduzione della liquidità su quei mercati o la creazione di incertezza per i partecipanti al mercato, che risultano sproporzionati rispetto ai benefici della misura.

Quando una autorità competente o le autorità competenti hanno adottato una misura a norma degli articoli 16, 17 o 18, l'ESMA può adottare una delle misure di cui al paragrafo 1 senza emettere il parere previsto all'articolo 23.

4. Prima di decidere di imporre o prorogare una misura di cui al paragrafo 1 l'ESMA si consulta, se opportuno, con il Comitato europeo per il rischio sistemico e altre autorità competenti.
5. Prima di decidere di imporre o prorogare una misura di cui al paragrafo 1, l'ESMA trasmette alle autorità competenti la misura proposta. La notifica comprende i dettagli delle misure proposte, la categoria di strumenti finanziari e le operazioni a cui esse si applicano, la documentazione delle motivazioni a sostegno e il momento in cui le misure dovrebbero entrare in vigore.
6. La notifica deve essere fatta almeno 24 ore prima dell'entrata in vigore o della proroga della misura. In circostanze eccezionali, l'ESMA può effettuare la notifica meno di 24 ore prima dell'entrata in vigore della misura quando non sia possibile rispettare il termine di 24 ore.
7. L'ESMA pubblica sul suo sito internet l'avviso di una decisione di imporre o prorogare una misura di cui al paragrafo 1. L'avviso specifica almeno i seguenti dettagli:
- a) le misure imposte indicando gli strumenti e la categoria di operazioni a cui tali misure si applicano e la loro durata;
  - b) le ragioni per cui l'ESMA ritiene che sia necessario imporre le suddette misure e la documentazione a sostegno.
8. Una misura entra in vigore quando l'avviso è pubblicato o al momento precisato nell'avviso vale a dire dopo la sua pubblicazione e si applica solo in relazione alle operazioni effettuate dopo l'entrata in vigore della misura.
9. L'ESMA riesamina le misure di cui al paragrafo 1 a intervalli regolari e almeno ogni tre mesi. Se una misura non viene prorogata dopo tale periodo di tre mesi scade automaticamente. I paragrafi da 2 a 8 si applicano ad una proroga delle misure.
10. Una misura adottata dall'ESMA a norma del presente articolo prevale su qualsiasi misura precedentemente adottata da un'autorità competente a norma della sezione 1.

*Articolo 25*  
***Ulteriore specificazione di eventi o sviluppi sfavorevoli***

La Commissione adotta attraverso atti delegati a norma dell'articolo 36 e fatte salve le condizioni di cui agli articoli 37 e 38, misure che precisano i criteri e i fattori di cui le autorità competenti e l'ESMA devono tener conto nello stabilire se si sia in presenza di eventi o sviluppi sfavorevoli di cui agli articoli 16, 17, 18 e 23 o delle minacce di cui all'articolo 24, paragrafo 2, lettera a).

**CAPO VI**  
**RUOLO DELLE AUTORITÀ COMPETENTI**

*Articolo 26*  
***Autorità competenti***

Ogni Stato membro designa un'autorità competente ai fini del presente regolamento. Esso ne informa la Commissione, l'ESMA e le autorità competenti degli altri Stati membri.

*Articolo 27*  
***Poteri delle autorità competenti***

1. Per adempiere ai propri obblighi a norma del presente regolamento, le autorità competenti dispongono di tutti i poteri di vigilanza e di indagine necessari per l'esercizio delle loro funzioni. Esse esercitano i loro poteri in uno dei modi seguenti:
  - a) direttamente;
  - b) in collaborazione con altre autorità;
  - c) rivolgendosi alle competenti autorità giudiziarie.
  
2. Per adempiere ai propri obblighi le autorità competenti degli Stati membri, in conformità al diritto nazionale, dispongono dei seguenti poteri:
  - a) hanno accesso a qualsiasi documento in qualsiasi forma e possono riceverne o farne copia;
  - b) possono richiedere informazioni a qualsiasi persona fisica o giuridica e, se necessario, convocare e interrogare qualsiasi persona fisica o giuridica per ottenere informazioni;
  - c) possono eseguire ispezioni in loco con o senza preavviso;
  - d) possono richiedere la documentazione esistente relativa alle comunicazioni telefoniche e al traffico dati;
  - e) possono richiedere la cessazione di qualsiasi pratica contraria alle disposizioni del presente regolamento;
  - f) possono richiedere il blocco e/o il sequestro dei beni.

3. Le autorità competenti degli Stati membri hanno il potere, fermo restando il paragrafo 2, lettere a) e b), di imporre in casi individuali ad una persona fisica o giuridica che effettua una operazione su credit default swap di fornire tutti i seguenti elementi:
  - a) la spiegazione delle finalità dell'operazione e se venga effettuata al fine di coprirsi contro un rischio o per altri motivi;
  - b) le informazioni relative al rischio sottostante quando l'operazione viene effettuata a fini di copertura.

*Articolo 28*  
**Indagini svolte dall'ESMA**

L'ESMA può, su richiesta di una o più autorità competenti o di propria iniziativa, condurre un'indagine su una particolare questione o pratica relativa alle vendite allo scoperto o all'uso di credit default swap per verificare se tale questione o pratica costituisca una minaccia potenziale alla stabilità finanziaria o alla fiducia nel mercato nell'Unione.

L'ESMA pubblica una relazione in cui espone le proprie conclusioni e le eventuali raccomandazioni in merito a tale questione o pratica.

*Articolo 29*  
**Segreto professionale**

1. Il segreto professionale si applica a tutte le persone fisiche o giuridiche che prestano o hanno prestato la loro attività per l'autorità competente o per qualsiasi autorità o persona fisica o giuridica cui l'autorità competente ha delegato i suoi compiti, compresi i revisori e gli esperti incaricati da detta autorità. Le informazioni coperte dal segreto professionale non possono essere comunicate ad alcuna altra persona fisica o giuridica o autorità se non quando tale comunicazione sia necessaria a fini di procedimenti legali.
2. Tutte le informazioni scambiate tra le autorità competenti in applicazione del presente regolamento sono considerate riservate, salvo quando l'autorità competente dichiara al momento della loro comunicazione che le informazioni possono essere divulgate o quando la divulgazione sia necessaria a fini di procedimenti legali.

*Articolo 30*  
**Obbligo di cooperazione**

Le autorità competenti degli Stati membri cooperano quando ciò sia necessario o opportuno ai fini del presente regolamento. In particolare, le autorità competenti si comunicano reciprocamente e immediatamente le informazioni rilevanti ai fini dell'esercizio delle funzioni loro assegnate dal presente regolamento.

*Articolo 31*  
***Cooperazione in caso di richiesta di ispezioni o indagini in loco***

1. L'autorità competente di uno Stato membro può richiedere l'assistenza dell'autorità competente di un altro Stato membro ai fini di ispezioni o indagini in loco.  
  
Essa informa l'ESMA di qualsiasi richiesta di cui al primo comma. Quando si tratta di indagini o ispezioni con effetti transfrontalieri, l'ESMA provvede al loro coordinamento.
2. Quando un'autorità competente riceve da un'autorità competente di un altro Stato membro la richiesta di eseguire un'ispezione o indagine in loco, può adottare una qualsiasi delle misure seguenti:
  - a) effettuare l'ispezione o l'indagine in loco direttamente;
  - b) consentire all'autorità competente che ha presentato la richiesta di partecipare all'ispezione o indagine in loco;
  - c) consentire all'autorità competente che ha presentato la richiesta di eseguire direttamente l'ispezione o indagine in loco;
  - d) nominare revisori o esperti che eseguano l'ispezione o l'indagine in loco;
  - e) condividere con le altre autorità competenti compiti specifici collegati all'attività di vigilanza.

*Articolo 32*  
***Cooperazione con i paesi terzi***

1. Le autorità competenti concludono accordi di cooperazione con le autorità competenti di paesi terzi in merito allo scambio di informazioni con tali autorità, il rispetto degli obblighi che sorgono a norma del presente regolamento nei paesi terzi e l'adozione di misure analoghe da parte dell'autorità competente per integrare le misure adottate a norma del capo V.  
  
Un'autorità competente informa l'ESMA e le altre autorità competenti quando intende concludere un accordo di questo tipo.
2. L'ESMA coordina la conclusione degli accordi di cooperazione tra le autorità competenti degli Stati membri e le pertinenti autorità competenti dei paesi terzi. A questo fine, l'ESMA prepara un accordo tipo che può essere utilizzato dalle autorità competenti.  
  
L'ESMA coordina inoltre lo scambio tra autorità competenti di informazioni ottenute dalle autorità competenti di paesi terzi che possono essere rilevanti ai fini dell'adozione di misure nell'ambito del capo V.
3. Le autorità competenti concludono accordi di cooperazione che prevedono lo scambio di informazioni con le autorità competenti di paesi terzi solo quando il segreto professionale applicabile alle informazioni comunicate offre garanzie almeno equivalenti a quelle previste

dall'articolo 29. Tale scambio d'informazioni deve essere destinato all'esecuzione dei compiti delle predette autorità competenti.

#### *Articolo 33*

#### ***Trasferimento e conservazione di dati personali***

Per quanto riguarda il trasferimento di dati personali tra Stati membri o tra Stati membri e un paese terzo, gli Stati membri applicano la direttiva 95/46/CE. Per quanto riguarda il trasferimento di dati personali dall'ESMA a Stati membri o a un paese terzo, l'ESMA ottempera al regolamento (CE) n. 45/2001.

I dati vengono conservati per un periodo massimo di 5 anni.

#### *Articolo 34*

#### ***Comunicazione di informazioni a paesi terzi***

L'autorità competente di uno Stato membro può trasferire a un paese terzo dati e l'analisi dei dati quando sono soddisfatte le condizioni di cui all'articolo 25 o 26 della direttiva 95/46/CE e solo in casi individuali. L'autorità competente dello Stato membro deve essere convinta che il trasferimento sia necessario ai fini del presente regolamento. Il paese terzo non può trasferire i dati ad un altro paese terzo senza l'espressa autorizzazione scritta dell'autorità competente dello Stato membro.

L'autorità competente di uno Stato membro può comunicare le informazioni ricevute da un'autorità competente di un altro Stato membro ad un'autorità competente di un paese terzo soltanto quando essa abbia ottenuto l'accordo esplicito dell'autorità competente che ha trasmesso le informazioni e, laddove applicabile, comunica tali informazioni esclusivamente per le finalità per le quali l'autorità competente ha espresso il proprio accordo.

#### *Articolo 35*

#### ***Sanzioni***

Gli Stati membri definiscono le norme in materia di misure amministrative, sanzioni e ammende applicabili alle violazioni delle disposizioni del presente regolamento e adottano tutte le misure necessarie a garantirne l'applicazione. Le misure, sanzioni e ammende previste devono essere efficaci, proporzionate e dissuasive.

Gli Stati membri notificano tali disposizioni alla Commissione entro il [1° luglio 2012] e ne comunicano immediatamente ogni ulteriore modifica.

## **CAPO VII**

### **ATTI DELEGATI**

#### *Articolo 36*

##### ***Esercizio della delega***

1. Alla Commissione sono conferiti per un periodo indeterminato i poteri di adottare gli atti delegati di cui all'articolo 2, paragrafo 2, all'articolo 3, paragrafo 7, all'articolo 4, paragrafo 2, all'articolo 5, paragrafo 3, all'articolo 7, paragrafo 3, all'articolo 8, paragrafo 3, all'articolo 9, paragrafo 5, all'articolo 14, paragrafo 3, all'articolo 19, paragrafi 4 e 5, all'articolo 25.
2. Appena adotta un atto delegato, la Commissione lo notifica al Parlamento europeo e al Consiglio simultaneamente.
3. Il potere conferito alla Commissione di adottare atti delegati è soggetto alle condizioni stabilite dagli articoli 38 e 39.

#### *Articolo 37*

##### ***Revoca della delega***

1. La delega dei poteri di cui all'articolo 2, paragrafo 2, all'articolo 3, paragrafo 7, all'articolo 4, paragrafo 2, all'articolo 5, paragrafo 3, all'articolo 7, paragrafo 3, all'articolo 8, paragrafo 3, all'articolo 9, paragrafo 5, all'articolo 14, paragrafo 3, all'articolo 19, paragrafi 4 e 5 e all'articolo 25 può essere revocata in qualsiasi momento dal Parlamento europeo o dal Consiglio.
2. L'istituzione che ha avviato una procedura interna per decidere se revocare la delega di poteri si adopera per informarne l'altra istituzione e la Commissione entro un termine ragionevole prima dell'adozione della decisione definitiva, indicando i poteri delegati che potrebbero essere revocati e gli eventuali motivi della revoca.
3. La decisione di revoca pone fine alla delega dei poteri specificati nella decisione medesima. Gli effetti della decisione decorrono immediatamente o a una data successiva ivi precisata. La decisione di revoca non pregiudica la validità degli atti delegati già in vigore. Essa è pubblicata nella Gazzetta ufficiale dell'Unione europea.

#### *Articolo 38*

##### ***Obiezioni agli atti delegati***

1. Il Parlamento europeo e il Consiglio possono sollevare obiezioni a un atto delegato entro due mesi a decorrere dalla data di notifica.

Su iniziativa del Parlamento europeo o del Consiglio tale termine è prorogato di un mese.

2. Se allo scadere di tale termine né il Parlamento europeo né il Consiglio hanno sollevato obiezioni all'atto delegato, esso è pubblicato nella *Gazzetta ufficiale dell'Unione europea* ed entra in vigore alla data ivi indicata.

L'atto delegato può essere pubblicato nella *Gazzetta ufficiale dell'Unione europea* ed entrare in vigore anteriormente alla scadenza del suddetto termine quando il Parlamento europeo e il Consiglio hanno entrambi informato la Commissione della propria decisione di non muovere obiezioni.

3. Quando il Parlamento europeo o il Consiglio muovono obiezioni all'atto delegato, quest'ultimo non entra in vigore. L'istituzione che muove obiezioni all'atto delegato ne illustra le ragioni.

*Articolo 39*  
***Procedura di comitato***

1. La Commissione è assistita dal Comitato europeo dei valori mobiliari istituito dalla decisione 2001/528/CE della Commissione<sup>23</sup>.
2. Nei casi in cui è fatto riferimento al presente paragrafo, si applicano gli articoli 5 e 7 della decisione 1999/468/CE, tenendo conto delle disposizioni dell'articolo 8 della stessa.
3. Il periodo di cui all'articolo 5, paragrafo 6, della decisione 1999/468/CE è fissato a tre mesi.

**CAPO VIII**  
**DISPOSIZIONI TRANSITORIE E FINALI**

*Articolo 40*  
***Riesame e presentazione di relazioni***

Entro il 30 giugno 2014, la Commissione, alla luce delle discussioni con le autorità competenti e l'ESMA, presenta una relazione al Consiglio e al Parlamento europeo per quanto riguarda:

- a) l'adeguatezza delle soglie per la notifica e la comunicazione al pubblico di cui agli articoli 5, 7 e 8;
- b) l'operatività delle restrizioni e degli obblighi di cui al capo II;
- c) l'eventuale opportunità di altre restrizioni o condizioni sulle vendite allo scoperto o i credit default swap.

---

<sup>23</sup> GU L 191 del 13.7.2001, pag. 45.

*Articolo 41*  
***Disposizione transitoria***

Le misure esistenti che rientrano nel campo di applicazione del presente regolamento, in vigore anteriormente al 15 settembre 2010, possono restare in applicazione fino al [1° luglio 2013] a condizione che siano notificate alla Commissione.

*Articolo 42*  
***Entrata in vigore***

Il presente regolamento entra in vigore il giorno successivo alla pubblicazione nella *Gazzetta ufficiale dell'Unione europea*.

Esso si applica a decorrere dal [1° luglio 2012].

Il presente regolamento è obbligatorio in tutti i suoi elementi e direttamente applicabile in ciascuno degli Stati membri.

Fatto a Bruxelles,

*Per il Parlamento europeo*  
*Il presidente*

*Per il Consiglio*  
*Il presidente*



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
<b>Opzioni 2 + 5</b> (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>
<b>Opzioni 2+ 3 + 4 +6 + 7</b> (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>
<b>Opzioni 2+3+5</b> (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.



**MINISTRY OF ECONOMY AND FINANCE**  
**Treasury Department**

**EC PUBLIC CONSULTATION ON SHORT SELLING**

**9.7.2010**

**Introduction**

The Italian Government welcomes and supports the initiative launched by the European Commission in view of finalizing a forthcoming proposal for a stand alone legislation dealing with potential risks arising from short selling.

From the outset it is probably worth making the following three remarks: firstly, that in the reminder of this questionnaire the focus is on bonds, and in particular on government bonds and derivatives relating to those bonds; secondly, the expression of “short selling” will be referred to, unless otherwise specified, the activity of selling an asset short, without being backed by repos or a parallel borrowing/lending transaction of the same asset (so-called “naked” short selling) only; thirdly we tend not to differentiate between explicit banning measures and those requiring transparency in terms of disclosure to the market, as the latter in most of the cases would result in discouraging the use of a given instrument thereby giving rise to the same outcome of an explicit ban; the opposite potential outcome could be that of encouraging imitative behaviors, thereby increasing the volatility of prices, i. e. the result that the transparency regime was meant to avoid.

**A. SCOPE**

Which financial instruments give rise to risks of short selling and what is the evidence of those risks?

What is your preferred option regarding the scope of instruments to which measures would be applied?

In what circumstances should measures apply to transactions carried on outside the European Union?

[Answers](#)

In our experience ordinary short selling (i. e. covered short selling) is essential for a sound and efficient working of the market of such debt instruments as bonds: in other words it is difficult to find any significant evidence of covered short selling activity as a determinant or even only a co-determinant of the recent turmoil experienced on the euro area sovereign bond markets. Even from a theoretical standpoint, covered short selling can be considered a physiological mechanism of adjustment of market prices in order for them to better reflect market participants views on a specific bond or set of bonds. More specifically, taking short positions allows investors to express their view on an asset that is overvalued, thus contributing to the reduction of imbalances and promoting a price discovery process suitable to more efficient markets. Therefore the Treasury's view in broad terms is not in favour of including sovereign bonds and derivatives related to these bonds in the scope of instruments to which envisaged measures would be applied.

In the following some considerations on each product are presented.

When it comes specifically to government bonds, it is worth reminding that short selling (both in the covered and naked versions) is often used by primary dealers and investment banks to actively participate to the government bond auctions and distribute them to their client base, thereby enhancing the sound functioning of the primary market. Overall, therefore, short selling, including that in the "naked" version, tends to foster the smooth process of price formation and the efficient placement of government bonds.

This consideration does not exclude that, during volatile markets and consequent poor liquidity conditions, naked short selling - typically fuelled by directional trading - may further exacerbates volatility, and speculation may prevail among the reasons to pursue naked short selling. However introducing a measure aimed at banning or reducing this kind of activity is in our view much more detrimental to market functioning, as costs in terms of dislocation and inefficiency would more than offset benefits arising from a supposed more stable market. Indeed stabilization may not even result from such measures as if, on one hand, they may curb speculation, on the other hand they could increase volatility of prices and the risks associated with that, considering that the absence of one side of the market could alter price formation process, leaving the upward pressures unbalanced.

As for derivatives related to government bonds, the main products are futures, swaps, options and CDS.

The future market in the Italian case so far has been rather limited in terms of volumes and number of contracts. Therefore we do not think that limiting short selling or imposing a transparency regime could have a significant impact. However we think that disclosure should not apply to future short selling carried out purely for hedging purposes.

By definition interest rate derivatives (swaps and options) do not embed an implicit component of credit: the swap curve, in fact, is broadly representative of the prevailing interest rates in a currency area, but does not express a specific level of credit standing if not that of the general banking sector. In other words, interest rate derivatives cannot be used to speculate on the

creditworthiness of a particular issuer, then they should not be subject to the envisaged measures, except when they are associated with a position in government bonds (e.g. an *asset swap*). In the latter case, however, the above observations about the government bonds are valid.

Finally it is of paramount importance reminding that, unlike shares or CDS - which concern mainly the credit risk of a particular reference entity, government bonds and related interest rate derivatives, embed other types of risk, particularly the interest rate one. Banning or limiting short selling transactions on bonds and related interest rate derivatives could severely affect the liquidity of the interest rates market and, indirectly, their relevance in the management of interest rate risk by investors. This could lead to a higher cost of public debt and make monetary policy less effective.

Finally, with reference to naked CDS (CDS owned without an underlying bond of the same issuer) some additional considerations are needed.

First of all, it is necessary to define the scope of CDS related transactions that should not be interested by the proposed measures. On one side there is no doubt that the ban to purchase protection through CDS without owning the underlying bond - or a transparency regime on this activity - could generate potential unwanted outcomes, since the dynamic management of the bank credit exposures would be deprived of a key instrument. For example the credit exposure associated to a negative mark to market position stemming from a non collateralized derivative position is hedged by banks through the purchase of CDS. In other words, banning or limiting the purchase of CDS in absence of a long position in government bonds, may have the effect of significantly discourage bank counterparties to enter into derivatives transactions with sovereigns, depriving them of a useful hedge of risks inherent to liability management (such as cross-currency swaps for foreign currency issuance). Therefore every CDS activity related to an existing country risk credit exposure (arising from trade receivables, derivative positions, mortgages, etc.) should be considered outside the scope of the proposed measures as well as government bonds and the other mentioned derivatives related to those bonds.

On the other side, different naked CDS, held without any underlying credit exposure, may lead to distortions in the issuer bond market due to unjustified changes of credit risk perception by investors. Indeed, although the notional of CDS are generally limited, in illiquid markets also very limited volumes tend to amplify the impact of these effects. In this respect, if the intent is to discourage speculation against a sovereign issuer, CDS activity not related to any hedging purpose may be considered inside the scope of application of the proposed measures, being aware, however, that the implementation of such measures in this case may prove to be extremely difficult.

Therefore we believe that different rules and requirements should apply to different instruments.

Broadly speaking if the intent is to discourage speculation against a sovereign issuer, limits should be set not only to bond short selling but also to all other financial instruments that allow taking position on the credit risk of the issuer itself. Bans and limits should be introduced with respect to

all those positions (bond cash sales, future, options and purchase protection via CDS), which - if not "hedged" by another financial asset - ultimately benefit from a worsening of the credit risk of the country. But it is of total evidence that implementing this kind of approach is rather difficult if not impossible, unless introducing severe prejudice to the market functioning.

Finally, the inability to punish non-compliance with the envisaged measures for a significant number of operators based outside the EU (e.g. non-European hedge funds) and for those not subject to supervision (e.g. large corporate treasuries), makes the implementation of the measures very difficult, preventing the authorities to determine the net short positions among these subjects. The failure to apply the rule to such operators could therefore determine regulatory arbitrages, altering the level playing field among intermediaries.

## **B. TRANSPARENCY**

What is your preferred option in relation to the scope of financial instruments to which the transparency requirements should apply?

Under Option A is it proportionate to apply transparency requirements to all types of instruments that can be subject to short selling?

Under Option B do you agree with the proposals for notification to regulators and the markets of significant net short positions in EU shares?

In relation to Option B do you agree with the proposals for notification to regulators of net short positions in EU sovereign debt (including through the use of CDS)? In addition to notification to regulators should there be public disclosure of significant short positions?

Do you agree with the methods of notification and disclosure suggested?

If transparency is required for short positions relating to sovereign bonds, should there be an exemption for primary market activities or market making activities?

What is the likely costs and impact of the different options on the functioning of financial markets?

### Answers

As explained in the introduction, the disclosure to the market (*transparency*) of short net positions could have counterproductive effects, encouraging imitative behaviour and increasing the volatility of prices: this could turn into a final outcome totally different from the expected one (i.e. having markets more efficient and stable), with negative consequences also on government bonds primary market.

The introduction of notification requirements to the competent authorities (*reporting*) might also have a negative impact on the market, as it would be perceived by market players as a form of penalty (a "stigma effect").

However, with reference to EU sovereign debt, we believe that an available option is the notification of net significant short positions to regulators only, without any form of public disclosure of those positions. This goes hand in hand with the consideration brought about at the end of the previous answer: reporting should include short net positions achieved not only through bonds but also through all other financial instruments that allow taking position on the credit risk of the issuer itself (futures, options, CDS purchases) which - if not "hedged" by another financial asset - ultimately benefit from a worsening of the credit risk of the country

Finally, as regards bonds, the definition of requirements for the reporting activity presents some hurdles: the identification of thresholds appears in fact controversial and inconsistent throughout the European Union, as it should be referred to the single government outstanding debt and also to the liquidity of its secondary market. The capacity of a short position to influence market conditions can in fact vary considerably, also in presence of an equal outstanding debt stock, depending on the liquidity of the secondary market. In order to reduce compliance costs related to communication, then, these thresholds should be determined as monetary amounts corresponding to percentages of total outstanding stock calculated at specific dates (e.g. the end of each quarter) to avoid continuous updates of the denominator of the ratio.

As far as exemptions are concerned, there must be one for primary market activities, otherwise it is probable that in the medium term discouraging short selling – as it may probably happen also in case of reporting - will reduce the overall demand for government securities at auction. Primary dealers normally sell short to participate to auctions and then they cover their shorts through what they are allocated in auctions themselves: if they decide to reduce their short selling activity (in order to limit the extent of the required disclosure activity), their activity on auctions will be more capital intensive (as their positions after the auction will not be neutral) thereby reducing their willingness to buy the same amount of paper at auction. Furthermore it needs to be emphasized that the short selling activity carried out to “prepare” for the auctions takes place in several days before each auction (the less the liquidity on the market the more days they need to collect enough shorts to satisfy orders they then cover with the auction): therefore managing to distinguish the auction-related short selling activity from the ordinary shorts selling activity could be extremely difficult.

There must be an exemption also for market making activity to avoid the risk of reduction of the government bonds secondary market liquidity, which relies heavily on the market making activity. The model of market making obligation through electronic trading needs a well functioning repo market. The repo market allows market makers to sell short in case of their inventory is not ready to address the needs of their clients. This is how the market works and how liquidity is provided to the systems. Therefore short selling activity is a natural activity for them.

Summing up the reporting requirement could push dealers towards a situation where they do not need to go short in order not to disclose their business strategy to authorities. This could bring to an equilibrium of weaker demand at auctions and wider firm bid-offer spreads on the markets, thereby resulting in overall lower trading volumes on transparent markets (that normally are the electronic trading platforms).

For other market participants, such as mutual funds or hedge funds, the need for naked short selling is more related to “directional” trading (having a much more evident speculative character) and that is why in this case we are not against requests for more disclosure of relevant short positions (according to the criteria outlined above).

### **C. UNCOVERED SHORT SALES**

What are the risks of uncovered short selling and what is the evidence of those risks?

Is there evidence of risks of uncovered short sales for financial instruments other than shares (e.g. bonds or sovereign bonds), which would justify extending the requirements to these instruments?

Do you agree with the proposed rule setting out conditions for uncovered short selling? Do you consider that more stringent conditions could be put in place? If so please indicate which ones? Do you agree that arrangements other than formal agreements to borrow should be permitted if they ensure the shares are available for borrowing at settlement? If so, why?

Do you consider that the risks of uncovered short selling are such that they should be subject to an upfront ban/permanent restrictions? If so, why?

See the above answers.

Do you agree with the proposal requiring buy in procedures for settlement failures due to short sales? If so, what is an appropriate base period that could be specified before buy in procedures are triggered (e.g. T + 4)?

While we do not see this as a major problem if carried out for auction participation purposes (see the above paragraph), in other cases it may become a pathology as it may give rise to problems on post-trading in case bonds are not delivered. Therefore some disclosure on naked short selling positions on bonds (within the framework described above) could be also useful in order to prevent post trading malfunctioning.

As for the buy in procedures, it has to be evaluated if it is more effective to shorten the buy in period or increase penalty fees in case of lack of delivery.

Do you consider that there should be permanent limitations or a ban on entering into naked credit default swaps relating to EU sovereign issuers? If so, please explain why, including if possible any evidence relating to the use of naked CDS.

What is the likely costs and impact of the different options on the functioning of financial markets?

See the above answers.

#### **D. EXEMPTIONS**

Do you agree with the proposed exemption for market making activities? Which requirements should it apply to?

Do we need any exemption where the principal market for a share is outside the European Union? Are any other special rules needed with regard to operators or markets outside the European Union? What would be the effects on the functioning of markets of applying or not applying the above exemptions?

See the above answers.



9.7.2010

## Public consultation on Short Selling: Banca d'Italia's considerations

### General observations

Banca d'Italia welcomes a coordinated approach at the EU level to define measures aimed at limiting speculative practices, which are especially detrimental in turbulent market conditions. In stress conditions, increased transparency is likely to discourage speculative activities in certain types of assets, like those related to government debt instruments. Such objective has gained relevance in the aftermath of the 2010 sovereign debt turmoil.

However, it can't be denied that short selling (even naked) performs some physiological and important functions in the financial markets, because it enables market participants to express their assessment that an asset is overvalued, thereby contributing to the realignment of the price to the relevant fundamentals. Moreover, short selling is widely used by intermediaries participating in the auctions for Government bonds.

Limitations of such practice could therefore impair the market attitude to counterbalance upward imbalances; in the government bond market it might undermine an efficient price discovery process, the orderly functioning of auctions, and the smooth monetary policy transmission.

Furthermore, market participants recur to short selling to grant liquidity on both side of the secondary market on a continuous basis: as a result, the overall market making activity could become more costly.

For these reasons, we deem acceptable **reporting relevant short selling positions only to regulators in emergency conditions**, therefore for a limited time span. In this case the benefits of such new regulation – in terms of financial stability – would counterbalance its above recalled costs. In our view, a precondition for any rule and discipline is represented by a sound and effective coordination among all the involved authorities. Coordination would cover the technical content of the measures (e.g. the definition of the threshold; how to take proper account of different liquidity degrees of different markets; how to aggregate cash and derivatives positions). Besides, coordination should involve, at the EU level, not only securities regulators but also the central banks, namely the ECB and the NCBs, for the institutional role they play in pursuing financial stability.

Finally, we advocate that results similar to those related to short selling could be achieved through the adoption of an harmonised, stricter securities settlement discipline (e.g. penalty on fails, buy-in procedures). This would discourage uncovered short selling, thereby stimulating the efficient performance of settlement systems without by-side negative effects on market liquidity.

### A) SCOPE

#### Questions 1 - 3

The rule should apply to any financial instrument that allows to take a position on the credit risk of the issuer (without excluding e.g. corporate bonds). Referring to the government bond market, it should be applied on each position (cash, futures, options or protection purchase through CDS) which – whenever uncovered by another financial activity – would profit from the credit risk worsening of a country. However, it should be considered that CDS are used to hedge also other exposures to the country risk (commercial credits, derivatives concluded with the Treasury, mortgages). The practical problems of enforcement on non EU subjects (e.g. non European hedge

funds) or on non supervised subjects (e.g. corporate treasuries) might however determine regulatory arbitrage, undermining the level playing field of government bond market participants.

## B) TRANSPARENCY

### Questions 4 - 10

The measures should be applied to any financial instrument allowing to take positions on the credit risk of the issuer, which for the government bond market would be cash, futures, options and protection purchase through CDS.

We deem that **reporting to regulators** would be more acceptable **in emergency situations** than on a permanent basis. In the latter case, reporting requirements could be perceived as a penalization, thereby imposing a “stigma effect” on physiological short sales. Furthermore, the benefits of a permanent measure might be impaired by some implementation problems. First of all in defining the threshold, the overall stock of public debt of a sovereign issuer as well as the liquidity of its secondary market should taken into consideration, in order to account for the different impact on differently liquid markets.

The **disclosure to the market** of relevant net short positions might instead generate counterproductive effects, as it might stimulate herding behaviour. Effects of short sales would be exacerbated, with drawbacks for the overall financial stability. Finally, the access of the general public to these information might be subject to misinterpretation or exploitation.

As for the exemptions, **in case of a permanent reporting duty** the inclusion of market makers would threaten the efficient functioning of both primary and secondary market: the “stigma effect” would limit genuine short sales, which facilitate an active participation in auctions and a continuous liquidity provision on both sides of the secondary market. On the other hand, excluding market makers from the reporting requirement would request to point out OTC market makers on the cash as well as on the relative derivatives market. Finally, the lack of enforcement powers on non EU subjects and not supervised subjects might impair the level playing field across market participants and provide a partial or biased representation of short selling.

Instead, the market making activity could be included in an **emergency reporting requirement**: the measure would in fact be temporary, and the competent authorities would gain a more comprehensive overview of the phenomenon (it being understood that there is no way of overcoming the problem of non EU and non supervised entities). In an emergency situation the benefits of discouraging speculation would outweigh the costs in terms of liquidity provision deriving from the market makers inclusion.

## C) UNCOVERED SHORT SALES

### Questions 11-18

Results similar to those of a short selling ban might be gained by the introduction of a **stricter settlement discipline** aimed at **discouraging uncovered short sales**. In addition to the positive market effects (fluent circulation in the cash market, limited squeezes in the repo market), such measures would contribute to financial stability by enhancing the effectiveness of securities settlement systems. Such settlement measures would include penalties on fails and buy-in procedures. The penalty system could be designed as to discourage fails and could be tailored to specific securities, e.g. sovereign bonds.

A second area of intervention is enhancement and harmonization of buy-in procedures, adopted both by central counterparties and trading venues, in order to avoid a fail concentration in those markets actually envisaging a longer schedule for triggering the buy-in.

Any decision on possible settlement discipline measures should however take into account the rules and procedures currently in place in the different SSS: the penalty system, the timeline of buy-in procedures, the performance of the securities settlement systems themselves.

Importantly, a fragmented approach at EU level should be avoided since it could create regulatory arbitrage; coordination should involve not only securities' regulators, but also central banks since settlement issues fall also within their area of responsibilities.

## D) EXEMPTIONS

### Questions 19-21

(See the answers provided under Section B (Transparency))

## E) EMERGENCY POWERS OF COMPETENT AUTHORITIES

### Questions 22-26

**Reporting to the regulator only in stress conditions** seems to be the preferred option. In case of serious threats for financial stability, such a measure would mitigate speculation, hence fostering positive effects on market conditions. In an emergency situation the benefits of reporting measures would outweigh the costs recalled above in terms of liquidity provision to the market. It is important that Member States define homogenous characteristics of the stress conditions triggering the emergency reporting measures.

**Coordination among authorities is very important.** At the supranational level ESMA could facilitate it, in order to ensure an harmonised approach in the EU. The introduction of emergency measures should be notified in advance not only to ESMA, but also to the ECB and to the NCBs, given the role they play for financial stability.

A motivation should be disclosed jointly with any notification of this kind. A timely explanation of the reasons behind the decision would allow the other authorities to properly evaluate whether to adopt the same measure at the same time or not. For this purpose, the motivation addressed to the other regulators should be more detailed than the one disclosed on its website.

The methods of computation of individual net short positions should include the whole marketable debt bulk, including the short term component. Its exclusion would impose a computational burden on market participants, without any benefit for the regulator. The aggregate of net short position in cash and derivatives should be weighted by a measure of sensitivity to credit risk of each individual instrument.

The relevant thresholds should be calibrated both on the total amount of the outstanding debt and on the liquidity of the secondary market, in order to detect relevant short net positions. In order to reduce compliance costs related to notification, thresholds should be expressed in nominal terms, derived as percentages of the face value outstanding debt, based on surveys carried out at specific data (e.g. the end of each quarter).

## F) POWERS OF COMPETENT AUTHORITIES

### Questions 27-29

As stated above (Section E), conditions on short selling should be imposed only **on a temporary basis, in stress conditions**, and should cover **only reporting duties**. In case of serious threats for financial stability, such a measure would mitigate speculation, hence fostering positive effects on market conditions. In an emergency situation the benefits of reporting measures would outweigh the costs recalled above in terms of liquidity provision to the market.

The competent national authority should be empowered to conduct an inquiry on short sales; as already stated (Section E), ESMA might coordinate the cooperation between several Member States to extend the inquiry over the domestic borders. Common inquiry procedures should be established by the national authorities, again under the ESMA coordination.

Alike the notification (Section E above), the enforcement of emergency measures should involve not only the ESMA, but also the ECB and the NCBs.