



Bruxelles, 13.12.2013
COM(2013) 885 final

**RELAZIONE DELLA COMMISSIONE AL PARLAMENTO EUROPEO E AL
CONSIGLIO**

**sulla valutazione del regolamento (UE) n. 236/2012 del Parlamento europeo e del
Consiglio relativo alle vendite allo scoperto e a taluni aspetti dei contratti derivati aventi
ad oggetto la copertura del rischio di inadempimento dell'emittente (credit default swap)**

(Testo rilevante ai fini del SEE)

RELAZIONE DELLA COMMISSIONE AL PARLAMENTO EUROPEO E AL CONSIGLIO

sulla valutazione del regolamento (UE) n. 236/2012 del Parlamento europeo e del Consiglio relativo alle vendite allo scoperto e a taluni aspetti dei contratti derivati aventi ad oggetto la copertura del rischio di inadempimento dell'emittente (credit default swap)

(Testo rilevante ai fini del SEE)

1. INTRODUZIONE

La presente relazione al Parlamento europeo e al Consiglio (in prosieguo: “**relazione**”) contiene la valutazione del regolamento (UE) n. 236/2012 (in prosieguo: “**SSR**”) relativo alle vendite allo scoperto e a taluni aspetti dei contratti derivati aventi ad oggetto la copertura del rischio di inadempimento dell'emittente (credit default swap). La Commissione Europea è tenuta, a norma dell'articolo 45 dell'SSR, a presentare una relazione al Parlamento europeo e al Consiglio in merito all'adeguatezza e all'impatto di talune disposizioni dell'SSR. La presente relazione copre i punti di cui all'articolo 45 dell'SSR.

La presente relazione è stata preparata alla luce delle discussioni tenute con le autorità competenti e con l'AESFEM. Il 22 ottobre 2012 la Commissione ha dato formale mandato all'AESFEM di svolgere un'analisi quantitativa dei dati disponibili sulle vendite allo scoperto e di avviare una consultazione delle autorità competenti e dei partecipanti al mercato. Sulla base del lavoro svolto, il 3 giugno 2013 l'AESFEM ha emesso il proprio parere tecnico sulla valutazione dell'SSR (in prosieguo: “**relazione AESFEM**”)¹.

2. ADEGUATEZZA DELLE PROCEDURE DI NOTIFICA E COMUNICAZIONE AL PUBBLICO

2.1. Notifica e comunicazione al pubblico di importanti posizioni corte nette in titoli azionari

Secondo l'AESFEM, fra il 1° novembre 2012 e il 28 febbraio 2013 sono state presentate alle autorità competenti di 18 Stati membri 12 603 notifiche relative a 970 differenti titoli azionari. In particolare, il 74% di tali notifiche era compreso fra le soglie dello 0,2% e dello 0,5%; il restante 26% superava la soglia dello 0,5% ed è stato quindi oggetto di comunicazione al pubblico. Durante quel periodo, soltanto pochi azionisti detenevano posizioni corte in un numero elevato di titoli azionari: il 75% degli azionisti deteneva posizioni corte in non più di 7 diversi titoli azionari. Le posizioni corte erano molto concentrate, dato che 10 soggetti detenevano oltre il 28% di tutte le posizioni segnalate nel periodo in questione (relazione AESFEM, paragrafi 17 e 19).

L'AESFEM ritiene che le attuali soglie previste dall'SSR siano adatte a garantire sia che le autorità competenti e il mercato dispongano di informazioni significative, sia che gli oneri di adempimento a carico degli investitori siano proporzionati. L'AESFEM ritiene che le attuali soglie di notifica e i livelli incrementali stabiliti per i titoli azionari siano adeguati e debbano rimanere invariati (relazione AESFEM, paragrafi 31 e 32).

¹ Relazione finale. *ESMA's technical advice on the evaluation of the Regulation (EU) 236/2012 on short selling and certain aspects of credit default swaps*. (Parere tecnico dell'AESFEM sulla valutazione del regolamento (UE) n. 236/2012 relativo alle vendite allo scoperto e a taluni aspetti dei contratti derivati aventi ad oggetto la copertura del rischio di inadempimento dell'emittente (credit default swap)). ESMA/2013/614.

La Commissione concorda con la conclusione dell'AESFEM, secondo la quale le soglie di notifica e comunicazione al pubblico di importanti posizioni nette in titoli azionari risultano ben calibrate e adeguate e, in questa fase, non ravvisa alcuna prova convincente della necessità di modificare le soglie stesse o i metodi impiegati attualmente per calcolare le posizioni corte nette in titoli azionari.

2.2. Segnalazione di importanti posizioni corte nette in debito sovrano e notifica di posizioni scoperte in CDS su emittenti sovrani

L'AESFEM ha stabilito che fra il 1° novembre 2012 e il 28 febbraio 2013 è stato presentato alle autorità competenti soltanto un numero modesto di notifiche (148), relative a 13 soggetti sovrani in 11 Stati membri. 26 detentori hanno segnalato 39 posizioni corte, alle quali sono state apportate 109 modifiche durante il periodo di cui trattasi (relazione AESFEM, paragrafi 50 e 51).

L'AESFEM ritiene che il numero molto basso di notifiche ricevute sul debito sovrano, rispetto a quello delle notifiche su titoli azionari, potrebbe indicare che la soglia era fissata a un livello troppo elevato, o potrebbe essere attribuito al fatto che ai fini di queste segnalazioni viene impiegato un metodo che tiene conto della durata. Per il calcolo delle posizioni corte nette in debito sovrano l'AESFEM considera il metodo nominale più indicato rispetto al metodo che tiene conto della durata. L'AESFEM ritiene che, ove si dovesse mantenere il metodo di calcolo che tiene conto della durata, si dovrebbero rivedere di conseguenza le soglie originarie. L'AESFEM suggerisce altresì di sostituire l'attuale riesame trimestrale con un riesame annuale (relazione AESFEM, paragrafi 52 e 57-59).

La Commissione prende atto del numero relativamente basso di notifiche di vendite allo scoperto di debito sovrano rispetto a quello delle notifiche relative a titoli azionari, nonché dei pro e contro del metodo che tiene conto della durata e del metodo nominale. Tuttavia, dato il limitato periodo di tempo trascorso dall'entrata in applicazione dell'SSR e la conseguente mancanza di dati, la Commissione non ravvisa, in questa fase, alcuna prova convincente che giustifichi revisioni del quadro dell'SSR in questo settore.

3. L'IMPATTO DEI SINGOLI OBBLIGHI DI COMUNICAZIONE AL PUBBLICO

L'AESFEM riferisce che 224 soggetti hanno comunicato al pubblico di detenere 1 090 posizioni corte in 427 titoli azionari; il grosso delle comunicazioni è pervenuto dal Regno Unito, seguito dalla Francia e dalla Svezia. Fra le 3 508 notifiche rese pubbliche da questi 224 soggetti, il 90% proveniva da azionisti domiciliati nel Regno Unito o negli Stati Uniti, e i dieci azionisti principali hanno presentato il 37,5% di queste notifiche rese pubbliche (relazione AESFEM, pagg. 60-62).

Le autorità competenti considerano adeguate le singole soglie di notifica, ma hanno ricevuto pareri eterogenei dai partecipanti al mercato. L'AESFEM osserva anche che probabilmente i partecipanti al mercato tendono ad evitare di superare la soglia di notifica, mantenendosi al di sotto dello 0,5%, onde evitare di comunicare al pubblico informazioni sulle proprie attività di vendita allo scoperto (relazione AESFEM, paragrafi 22 e 29).

Per quanto riguarda l'impatto generale del regolamento, l'AESFEM osserva che nel complesso si è verificato un leggero calo nella volatilità dei titoli azionari UE rispetto ai titoli azionari USA. Si sono verificati effetti divergenti sulla liquidità e sembra che il processo di determinazione dei prezzi sia rallentato rispetto al periodo anteriore all'entrata in vigore del regolamento. L'AESFEM avverte però che questa analisi va interpretata con la dovuta cautela, a causa del breve intervallo di tempo trascorso dall'avvio dell'applicazione dell'SSR,

dei limiti empirici e della difficoltà di individuare gli effetti specifici del regolamento (relazione AESFEM, paragrafi 10-11).

Come si è osservato nel paragrafo 2.1, la relazione AESFEM non raccomanda di apportare modifiche alle soglie di comunicazione al pubblico. La Commissione concorda con l'AESFEM, ritenendo che non sia necessario apportare modifiche ai singoli obblighi di comunicazione al pubblico.

4. L'OPPORTUNITÀ DI UNA NOTIFICAZIONE DIRETTA E CENTRALIZZATA ALL'AESFEM

La maggioranza delle autorità competenti preferirebbe non introdurre un meccanismo di notificazione centralizzato e mantenere invece le soluzioni esistenti (relazione AESFEM, paragrafo 64). Esse argomentano che un meccanismo di notificazione centralizzato esteso a tutti gli Stati membri dell'UE potrebbe rendere più difficili e meno efficaci il monitoraggio e l'applicazione a livello nazionale. Per contro, la minoranza delle autorità competenti e alcuni partecipanti al mercato riconoscono e sostengono gli effetti positivi di un meccanismo di notificazione centralizzato (relazione AESFEM, paragrafi 62 e 64). L'AESFEM non raccomanda alcuna particolare modifica all'SSR e ai suoi testi di esecuzione in relazione al meccanismo di notifica (relazione AESFEM, paragrafo 66).

Alla luce di quanto precede, la Commissione ritiene che l'attuale sistema di notificazione funzioni bene a livello nazionale e che in questa fase la notificazione diretta e centralizzata non sembra in grado di offrire sostanziali vantaggi.

5. RESTRIZIONI E OBBLIGHI RELATIVI ALLE VENDITE ALLO SCOPERTO DI TITOLI AZIONARI, DEBITO SOVRANO E CREDIT DEFAULT SWAPS SU EMITTENTI SOVRANI EFFETTUATE IN ASSENZA DELLA DISPONIBILITÀ DEI TITOLI

5.1. Restrizioni sulle vendite allo scoperto di titoli azionari e debito sovrano eseguite in assenza della disponibilità dei titoli

L'AESFEM ha valutato il funzionamento delle restrizioni sulle vendite allo scoperto in assenza della disponibilità dei titoli, stimandone l'impatto sull'attività di prestito di titoli e sul numero di mancati regolamenti. Essa riferisce che l'attività dei mercati del prestito di titoli si è ridotta dall'entrata in vigore dell'SSR, per quanto si sia poi ripresa a partire dal gennaio 2013. Tuttavia, l'AESFEM sottolinea che non esistono dati regolamentari sul prestito di titoli, cosicché questa analisi potrebbe non essere esauriente.

Le restrizioni dovrebbero ridurre il numero di mancati regolamenti. In effetti l'AESFEM riferisce che i casi di mancato regolamento sembrano essersi ridotti dall'entrata in vigore del regolamento, come risulta dal minor numero di mancati regolamenti su titoli azionari europei, calcolato sulla base sia dei volumi che dei valori, con riduzioni della media dei mancati regolamenti pari, rispettivamente, a 0,5 e 1 punti percentuali (relazione AESFEM, paragrafo 77). L'AESFEM conclude che l'applicazione dell'SSR è stata seguita da un rafforzamento della disciplina in materia di regolamenti (relazione AESFEM, pagg. 21-23. Si veda anche il paragrafo 5.3).

Sulla base dei risultati empirici suddetti, l'AESFEM ritiene che in questa fase l'introduzione di sostanziali modifiche in questo settore non appaia giustificata. Tuttavia essa propone di apportare qualche modifica agli articoli 12 e 13 dell'SSR, onde consentire ai venditori allo scoperto di ottenere da parti interne allo stesso soggetto giuridico, che soddisfino le condizioni richieste, la conferma necessaria per eseguire la vendita allo scoperto; l'AESFEM

propone inoltre di introdurre qualche miglioramento nel regolamento di esecuzione (UE) n. 827/2012 della Commissione (relazione AESFEM, paragrafi 83-85).

Concordando con le conclusioni dell'AESFEM, la Commissione ritiene che in questa fase non sia necessario effettuare importanti revisioni in questo settore del quadro dell'SSR.

5.2. Restrizioni e obblighi relativi alle operazioni in posizioni scoperte di credit default swap su emittenti sovrani

Misurando, tramite gli spreads sui CDS e i rendimenti delle obbligazioni sovrane, l'effetto prodotto sulle condizioni di assunzione di debito sovrano dal divieto di effettuare operazioni scoperte in credit default swaps su emittenti sovrani, l'AESFEM ha osservato una leggera riduzione degli spreads relativi ai CDS su obbligazioni di emittenti sovrani negli Stati membri, seguita all'introduzione del divieto di effettuare operazioni scoperte in credit default swaps su emittenti sovrani. Si è constatato che l'effetto del divieto è consistito nella riduzione di circa 26 punti base dello spread su CDS (relazione AESFEM, paragrafo 100). L'AESFEM ha concluso che nel complesso l'attività dei mercati di CDS su emittenti sovrani non sembra avere risentito in misura significativa dell'entrata in vigore dell'SSR, con l'eccezione degli indici dei CDS su emittenti sovrani, che hanno fatto registrare un netto calo. L'AESFEM sottolinea che non sembra esservi stato alcun sensibile effetto negativo sui mercati unionali del debito sovrano. Si è però verificata una contrazione delle operazioni in CDS su emittenti sovrani in taluni Stati membri, nonché un calo degli indici dei CDS su emittenti sovrani (relazione AESFEM, paragrafo 112).

Nel complesso, in questa fase l'AESFEM non ravvisa alcuna prova incontestabile che giustifichi l'introduzione di importanti modifiche nelle disposizioni relative ai CDS su emittenti sovrani, avvertendo peraltro che potrebbe essere troppo presto per trarre solide conclusioni (relazione AESFEM, paragrafo 112).

La Commissione ritiene che il periodo durante il quale si sono potuti osservare gli effetti dell'SSR, sui quali si devono basare queste conclusioni, sia stato molto breve. Ciò premesso, la Commissione ritiene che sia opportuno mantenere le restrizioni e gli obblighi relativi alle operazioni scoperte in CDS su emittenti sovrani.

5.3. La disciplina in materia di regolamento (comprese le procedure di esecuzione coattiva)

I partecipanti al mercato hanno riferito che dall'inizio dell'applicazione dell'SSR si è verificato un generale miglioramento della disciplina in materia di regolamento delle operazioni in titoli azionari. Nel complesso, dall'inizio dell'applicazione dell'SSR, le procedure di esecuzione coattiva, eseguite e tentate, sono aumentate del 35%. Tuttavia questo incremento potrebbe essere in gran parte attribuito a un particolare Stato membro.

L'AESFEM ritiene che gli obblighi di disciplina in materia di regolamento, segnatamente le procedure di esecuzione coattiva, potrebbero essere trattati in maniera più adeguata in un unico testo legislativo orizzontale (relazione AESFEM, paragrafi 88-91). In particolare, l'AESFEM è dell'avviso che il regolamento in preparazione relativo ai depositari centrali di titoli (CSD)² costituisca uno strumento più efficace per creare un regime normativo più dettagliato e per garantire regole uniformi nell'applicazione delle procedure di esecuzione coattiva e di irrogazione di sanzioni in materia di regolamento.

² La proposta di regolamento della Commissione (COM(2012) 73 final) relativa al miglioramento del regolamento titoli nell'Unione europea e ai depositari centrali di titoli e recante modifica della direttiva 98/26/CE del 7 marzo 2012 è attualmente all'esame del Parlamento europeo e del Consiglio.

La Commissione concorda sul fatto che gli obblighi relativi alla disciplina in materia di regolamento, in particolare alle procedure di esecuzione coattiva, potrebbero essere trattati in maniera più adeguata nel contesto del regolamento in preparazione relativo ai CSD, a condizione che si ponga in essere un approccio orizzontale più completo.

5.4. Altri aspetti connessi al funzionamento delle restrizioni

Sulla base del feedback ottenuto dai partecipanti al mercato e dalle autorità competenti in merito a miglioramenti nell'andamento dei regolamenti, l'AESFEM ritiene che le restrizioni alle vendite allo scoperto in assenza della disponibilità dei titoli abbiano avuto un notevole effetto per quanto concerne la riduzione dell'incidenza dei mancati regolamenti nelle operazioni in titoli azionari. In merito all'impatto della "normativa sulla localizzazione", l'analisi eseguita dall'AESFEM dei dati sul prestito di titoli nel 2012 e nella prima parte del 2013 mostra che l'attività nei mercati del prestito di titoli si è ridotta a partire dall'entrata in vigore dell'SSR, pur essendosi ripresa dal gennaio 2013.

Nel complesso, l'AESFEM ritiene che in questa fase non sia opportuno introdurre modifiche sostanziali in questo settore; tuttavia propone di apportare delle modifiche secondarie ai dettagli degli articoli 12 e 13 dell'SSR (ad esempio dichiarare ammissibili le conferme di localizzazioni fornite da uffici prestiti interni anziché da terze parti) e di riesaminare in una fase successiva la definizione dei titoli azionari liquidi ai fini delle disposizioni sulla localizzazione (relazione AESFEM, paragrafo 83).

La Commissione concorda con la conclusione dell'AESFEM che dal funzionamento delle restrizioni e degli obblighi relativi alla trasparenza delle posizioni corte nette e delle vendite allo scoperto in assenza della disponibilità dei titoli non emergono, in questa fase, importanti carenze o disfunzioni dell'SSR in questo settore.

6. FUNZIONAMENTO DELL'ESENZIONE PER ATTIVITÀ DI SUPPORTO AGLI SCAMBI (MARKET MAKING) NEL QUADRO DELL'SSR

L'applicazione dell'esenzione per attività di supporto agli scambi nel quadro dell'SSR è connessa all'operatività degli obblighi di cui ai capi II e III dell'SSR e quindi alla valutazione presentata nella presente relazione. Le linee guida dell'AESFEM sull'esenzione per attività di supporto agli scambi si applicano dall'aprile 2013.

L'AESFEM riferisce che, secondo il parere della maggioranza delle autorità competenti, l'esenzione consentirebbe la regolare erogazione della liquidità, nonostante taluni ritenessero che potesse portare ad un suo calo, senza permettere l'elusione delle disposizioni del regolamento. I partecipanti al mercato hanno espresso il timore che la ristrettezza del campo di applicazione dell'esenzione limitasse la loro capacità di offrire un supporto agli scambi di strumenti negoziati fuori borsa, quali swap su tassi di interesse e strumenti derivati non quotati (relazione AESFEM, paragrafi 140- 144).

In generale le autorità competenti considerano adeguata la procedura di notifica dell'intenzione di avvalersi dell'esenzione, benché talune di esse si preoccupino del pesante carico di lavoro che potrebbe derivarne. I partecipanti al mercato considerano pesante e impraticabile l'obbligo di procedere a una distinta notifica per ogni strumento. È stato anche espresso il timore che i differenti tempi di evasione delle pratiche di esenzione da parte delle diverse autorità rischiassero di dare luogo a difformità di trattamento (relazione AESFEM, paragrafi 145-146).

L'AESFEM propone di modificare il testo dell'SSR e riconsiderare il campo di applicazione dell'esenzione per attività di supporto agli scambi, nonché di apportare determinate modifiche in norme tecniche o atti delegati (relazione AESFEM, paragrafo 149). In particolare,

l'AESFEM raccomanda di riesaminare la portata e le condizioni di applicazione dell'esenzione per attività di supporto agli scambi, nel rispetto delle finalità e della logica fondamentali dell'SSR (relazione AESFEM, paragrafi 152-156). La Commissione ritiene tuttavia che le preoccupazioni espresse nella relazione dell'AESFEM in merito alla portata e alle condizioni di applicazione dell'esenzione per attività di supporto agli scambi possano essere valutate in maniera significativa soltanto quando sia trascorso un adeguato periodo di tempo dall'entrata in vigore dell'SSR, cosicché ogni proposta di revisione possa fondarsi su una sufficiente esperienza di applicazione dell'SSR.

Inoltre, secondo la tabella sul rispetto delle linee guida dell'AESFEM in materia di esenzione per attività di supporto agli scambi ed operazioni di mercato primario nel quadro dell'SSR, pubblicata il 19 giugno 2013 (ESMA/2013/765), le autorità competenti di cinque Stati membri hanno spiegato la loro non osservanza di certi aspetti delle linee guida adducendo divergenze di opinione su varie questioni, quali l'ambito degli strumenti coperti dall'esenzione per attività di supporto agli scambi e le condizioni di ammissibilità alla medesima³.

La Commissione avverte che la mancata osservanza delle linee guida dell'AESFEM da parte di talune autorità competenti è destinata a creare una situazione in cui l'SSR viene applicato in modi difformi, dando luogo a disparità di trattamento nell'Unione. Inoltre, anche il riesaminare per mezzo di nuovi, differenti criteri, esenzioni per attività di supporto agli scambi concesse in precedenza può portare ad attuazioni difformi dell'esenzione. Tali difformità possono di conseguenza distorcere la concorrenza e ridurre l'efficacia del quadro normativo dell'SSR.

La Commissione ritiene che una coerente applicazione in tutti gli Stati membri del quadro normativo dell'SSR, e in particolare dell'esenzione per attività di supporto agli scambi, sia essenziale per garantire uniformità di trattamento e coerenza delle pratiche di mercato in tutta l'Unione. La creazione di situazioni di trattamento disuguale nell'Unione potrebbe minare l'obiettivo principale del regolamento, ossia garantire il corretto funzionamento del mercato interno dei servizi finanziari, e provvedere a un elevato livello di protezione dei consumatori e degli investitori.

In tale contesto la Commissione non ravvisa, in questa fase, alcuna prova incontestabile della necessità di procedere a revisioni del quadro dell'SSR in questo settore. Ove accerti che le modalità di applicazione dell'SSR, e in particolare dell'esenzione per attività di supporto agli scambi, violino le disposizioni dell'SSR, la Commissione adotterà adeguate misure di follow-up.

7. POTERI D'INTERVENTO A NORMA DELL'SSR

Secondo l'articolo 23 dell'SSR le autorità competenti hanno il potere di adottare certe misure di emergenza in caso di una diminuzione significativa del prezzo di uno strumento finanziario. Finora questo potere di porre temporaneamente delle restrizioni alla vendita allo scoperto di uno strumento finanziario, o di limitarne in altro modo le transazioni, è stato esercitato da due soli Stati membri (Italia e Portogallo). Secondo il feedback fornito da alcuni partecipanti al mercato, i divieti hanno creato confusione e incertezza per i partecipanti e hanno avuto un effetto immediato sulla liquidità e sull'efficienza della formazione dei prezzi. Inoltre, l'applicazione delle misure contenenti i divieti ha costretto i partecipanti al mercato a sostenere dei costi per ottenere le informazioni rese necessarie dalle differenze fra i contenuti

³ Il 19 giugno 2013 l'AESFEM ha pubblicato una tabella sul rispetto delle proprie linee guida "Market Making Guidelines" (ESMA/2013/765).

e l'orario di pubblicazione dei comunicati durante il giorno di negoziazione nei vari paesi interessati, nonché dalla mancanza di una chiara indicazione degli strumenti che rientravano nell'ambito di applicazione dei divieti (relazione AESFEM, paragrafo 190).

La Commissione ha rilevato che in certi casi in cui un'autorità competente ha imposto un divieto temporaneo di vendere allo scoperto certi titoli azionari a causa di una "diminuzione significativa del prezzo", divieti analoghi non sono stati imposti anche dalle autorità competenti di altri Stati membri in cui quegli stessi titoli azionari erano negoziati, oppure sono state adottate misure divergenti. Il risultato è stato che il divieto era in vigore in taluni Stati membri ma non in altri. In certi casi anche diverse autorità competenti dello stesso Stato membro hanno assunto posizioni differenti in merito all'opportunità di applicare o meno il divieto di vendita allo scoperto adottato da uno Stato membro.

Per rendere le misure di cui all'articolo 23 funzionali, meno complesse e meno onerose in termini di risorse, l'AESFEM raccomanda che alle autorità competenti per il mercato più importante per la liquidità di un particolare strumento sia consentito di stabilire secondo il proprio giudizio se e quando sia necessario adottare una misura temporanea volta a vietare la vendita allo scoperto o a limitare la negoziazione di quel particolare strumento, senza dover azionare un meccanismo basato su soglie di diminuzione significativa del prezzo (relazione AESFEM, paragrafo 209).

La Commissione ritiene che l'SSR fornisca alle autorità competenti un quadro normativo efficace e completo per un'applicazione coerente ed efficiente dei divieti di vendita allo scoperto. Le autorità competenti dovrebbero dunque fare in modo che venga adottato un approccio coerente e che i loro poteri siano effettivamente utilizzati in modo da evitare la possibilità di applicazioni incoerenti dei divieti di vendita allo scoperto, contribuendo così al conseguimento degli obiettivi propri dell'SSR. A tal fine, le autorità competenti devono garantire che la procedura di cui all'articolo 26, paragrafo 4, dell'SSR sia osservata integralmente, consentendo all'AESFEM di informare tutte le altre autorità competenti interessate in merito a una misura di divieto adottata conformemente all'articolo 23 dell'SSR. L'osservanza di questa procedura dovrebbe altresì consentire alle autorità competenti di valutare se le misure assunte da altre autorità competenti siano fra loro compatibili.

Per quanto concerne l'adeguatezza delle soglie specificate nell'articolo 23 dell'SSR e nell'articolo 23 del regolamento delegato (UE) n. 918/2012 della Commissione, l'AESFEM ritiene che non tutte le attuali soglie per individuare diminuzioni significative dei prezzi di tutte le categorie di strumenti vadano mantenute e che alcune di esse andrebbero modificate o eliminate (relazione AESFEM, paragrafo 210-211). Secondo l'AESFEM, le soglie per le obbligazioni societarie e di emittenti sovrani andrebbero riconsiderate o eliminate, e non sono necessarie soglie per gli OICVM quotati (esclusi gli ETF) o per gli strumenti derivati su merci (relazione AESFEM, paragrafo 211).

Data la limitata esperienza acquisita nell'applicazione di tali soglie, la Commissione non ritiene necessario rivederle o riconsiderare le soglie di diminuzione significativa dei prezzi degli OICVM o degli strumenti derivati su merci.

Per quanto concerne i provvedimenti di emergenza previsti in caso di eventi o sviluppi sfavorevoli che costituiscono una grave minaccia alla stabilità finanziaria o alla fiducia del mercato, di cui agli articoli 18, 19, 20 e 21 dell'SSR, l'AESFEM ritiene che le disposizioni dell'SSR siano sostanzialmente necessarie e adeguate. La Commissione concorda.

8. CONCLUSIONI

La Commissione ritiene che, sulla base dei limitati dati disponibili finora, si possa affermare che l'SSR abbia avuto un impatto positivo in termini di una maggiore trasparenza delle vendite allo scoperto e di una riduzione dei mancati regolamenti, mentre gli effetti economici appaiono relativamente eterogenei. Non vi sono prove incontestabili di un sostanziale impatto negativo dell'SSR per quanto concerne la riduzione della liquidità dei CDS su emittenti sovrani. La relazione dell'AESFEM non indica alcun importante effetto economico negativo dell'SSR che, a parere della Commissione, sia tale da giustificare una revisione a breve termine. Nel complesso, i dati empirici disponibili dimostrano che l'SSR ha avuto taluni effetti positivi sulla volatilità, effetti eterogenei sulla liquidità e ha portato a un leggero rallentamento del processo di formazione dei prezzi.

Come nota l'AESFEM stessa, le conclusioni presentate nella sua relazione andrebbero prese con una certa cautela, dato il breve periodo di tempo trascorso dall'inizio dell'applicazione dell'SSR e la conseguente mancanza di dati disponibili per una valutazione. Le autorità competenti e i partecipanti al mercato riconoscono che questa valutazione, basata su un breve periodo di tempo e su una limitata disponibilità di dati, rende difficile concludere con chiarezza se siano stati raggiunti gli obiettivi dell'SSR, ovvero migliorare le condizioni di funzionamento dei mercati e assicurare un elevato livello di protezione degli investitori (relazione AESFEM, paragrafi 12-13). Per giunta, le linee guida adottate dall'AESFEM sulle attività di supporto agli scambi si applicano soltanto a partire dall'aprile 2013.

Pur avendo raccomandato di apportare taluni adeguamenti all'SSR, per quanto riguarda in particolare la normativa sulla localizzazione, l'esenzione per attività di supporto agli scambi e il potere delle autorità competenti di imporre divieti di breve termine, l'AESFEM ha consigliato alla Commissione di rivedere la valutazione dell'SSR e dei suoi testi di esecuzione soltanto in una fase successiva, quando si potrà disporre di una maggiore quantità di dati e di una più vasta esperienza di applicazione dell'SSR. L'AESFEM ha anche richiamato l'attenzione della Commissione sulle conseguenze che le modifiche introdotte nel quadro normativo a così breve distanza dalla sua entrata in vigore potrebbero avere per i costi degli investitori e delle autorità competenti. Infine, l'analisi quantitativa complessiva degli effetti dell'SSR presentata nella relazione dell'AESFEM è soggetta a talune riserve che influiscono sostanzialmente sul modo in cui va interpretato l'impatto dell'SSR. In particolare, i metodi utilizzati dall'AESFEM nella sua valutazione tecnica dell'SSR sono soggetti al rischio di modello e soggiacciono a limiti di natura empirica⁴. Secondo l'AESFEM vi è anche il rischio che l'analisi rifletta ciononostante gli effetti di certi fattori esterni che possono distorcerne i risultati.

La Commissione ritiene dunque che sia troppo presto per trarre, sulla base delle prove disponibili, solide conclusioni sul funzionamento del quadro normativo dell'SSR che giustifichino una revisione della legislazione in questa fase⁵. La Commissione continuerà dunque a monitorare l'applicazione dell'SSR. Allo scopo di garantire il regolare funzionamento del quadro normativo in materia di vendite allo scoperto, la Commissione ritiene che una nuova valutazione dell'adeguatezza e degli effetti dell'SSR, di portata analoga a quella di cui all'articolo 45 dell'SSR, potrebbe venire svolta sulla base di maggiori dati e prove di natura empirica e quando le autorità competenti avranno acquisito una sufficiente esperienza nell'applicazione dell'SSR. Tale valutazione potrebbe venire conclusa entro il 2016, ossia a tre anni dall'avvio dell'applicazione dell'SSR. L'analisi degli effetti e

⁴ Questa riserva è stata sottolineata anche nella relazione AESFEM, paragrafo 8.

⁵ In questo contesto è importante notare la causa C-270/12 pendente dinanzi alla Corte di giustizia dell'Unione europea, in cui il Regno Unito ha chiesto l'annullamento dell'articolo 28 dell'SSR.

dell'impatto dell'SSR andrebbe basata sull'input fornito dall'AESFEM, sull'esame dei dati disponibili e sul feedback delle autorità competenti e dei partecipanti al mercato.