

## FAQ - DOMANDE E RISPOSTE SUL DIVIETO ALLE POSIZIONI NETTE CORTE ([DELIBERA N. 21303 DEL 17 MARZO 2020](#))

Di seguito una serie di risposte a domande relative all'interpretazione del divieto adottato dalla Consob il 18 marzo 2020. Le FAQ possono essere aggiornate ed integrate in ogni momento. Si invita a consultare l'ultima versione disponibile sul sito internet della Consob al seguente link:

<http://www.consob.it/web/area-pubblica/pnc>

### Versione del 19 marzo 2020\_v2

#### 1. A chi si applica il divieto?

Il divieto si applica a chiunque: persone fisiche, persone giuridiche e altri soggetti giuridici (di seguito, l'investitore), sia italiani che esteri. Il divieto si applica inoltre indipendentemente dalla sede di esecuzione delle operazioni, siano esse avvenute su una *trading venue* o *over-the-counter* ("OTC"), in Italia o in un altro Paese UE o extra UE.

Ciò significa che il divieto si applica alle operazioni effettuate da un intermediario in conto proprio e alle operazioni effettuate dai clienti.

Il divieto non si applica alle attività di *market making* che beneficiano dell'esenzione conformemente alla procedura di cui all'articolo 17 del regolamento (UE) n. 236/2012 (si veda punto 11 di seguito).

#### **1-bis. Il divieto si applica anche alla attività di trading dei piccoli investitori privati?**

Sì. La Delibera n. 21303 del 17 marzo 2020 ha l'obiettivo di impedire qualsiasi operazione ribassista, da parte di chiunque, la cui esecuzione dia origine o aumenti una posizione netta corta su una o più delle azioni soggette a restrizione, vale a dire una posizione dalla quale consegua un vantaggio in caso di ribasso del prezzo di tali azioni.

Risultano pertanto vietate le vendite allo scoperto oppure altre tipologie di operazioni ribassiste sulle azioni soggette a restrizione (ad es. acquisto di una opzione *put* sul titolo).

Le operazioni ribassiste su strumenti legati a indici che comprendono tali azioni sono vietate se il peso delle azioni soggette a restrizione supera il 20% dell'indice. Poiché le azioni soggette a restrizione compongono, tra l'altro, l'intero indice FTSEMIB, l'operatività ribassista su strumenti legati al FTSEMIB (ad es. vendita di un miniFIB, acquisto di un ETF "ribassista") è vietata, a meno che l'investitore non abbia una posizione lunga su tutte le azioni componenti l'indice FTSEMIB nelle corrette proporzioni.

I divieti sopra indicati si applicano anche all'operatività infragiornaliera, indipendentemente dal controvalore.

I divieti, invece, non si applicano qualora le operazioni ribassiste sulle azioni soggette a restrizioni siano effettuate a copertura di una posizione lunga.

In tali casi, tuttavia, risulta necessario prestare particolare attenzione a che la posizione corta assunta con le operazioni ribassiste di copertura non sia più grande della posizione lunga che si intende coprire, nel qual caso si darebbe origine a una posizione netta corta, violando il divieto posto con la Delibera.

In proposito, si comunica che la Consob non fornirà risposte a quesiti relative a specifiche situazioni di investitori, ma provvederà ad aggiornare queste FAQ qualora il quesito sottoposto sia di interesse generale.

## **2. A partire da quando il divieto sarà in vigore e per quanto tempo?**

Il divieto sarà applicabile dall'inizio della giornata di negoziazione del 18 marzo 2020 fino alla fine della giornata di negoziazione del 18 giugno 2020. Il divieto potrebbe essere revocato prima del 18 giugno 2020 in base alle condizioni del mercato.

## **3. Quali sono gli strumenti finanziari per i quali è applicabile il divieto?**

Il divieto si applica alle azioni incluse nell'elenco allegato alla delibera (di seguito "azioni soggette a restrizioni"), nonché agli strumenti correlati inclusi nel calcolo della posizione netta corta, come azioni di risparmio/privilegiate, derivati, certificati di deposito, strumenti legati a indici (si veda punto 9 di seguito).

Si applicano al riguardo le disposizioni relative alle modalità di calcolo delle posizioni nette corte contenute del regolamento (UE) n. 236/2012 (articolo 3 del regolamento n. 236/2012 e articoli 5, 6, 7 e 10 e gli allegati I e II del regolamento delegato della Commissione n. 918/2012, unitamente alle Q&A dell'ESMA).

In sintesi, una posizione netta corta per un investitore si calcola come differenza tra: i) la somma di tutte le posizioni corte detenute su un'azione e sugli strumenti correlati e ii) la somma di tutte le posizioni lunghe detenute sui medesimi strumenti finanziari.

A scopo illustrativo, nel calcolo della posizione netta corta si considerano, *inter alia*, le posizioni derivanti dalle seguenti transazioni:

- acquisti o vendite di azioni;
- operazioni su opzioni, *swaps*, *futures*, *contracts for difference* (CFD), *covered warrants*, *certificates*.

Gli strumenti finanziari che consentono di trarre profitto da una discesa del prezzo delle azioni sottostanti, come l'acquisto di opzioni *put*, contribuiscono alla costituzione di posizioni corte.

Le posizioni in strumenti derivati devono essere prese in considerazione corrette per il delta, secondo quanto previsto all'allegato II, parte 1, del regolamento delegato n. 918/2012.

Gli strumenti finanziari a reddito fisso o gli strumenti mediante i quali si trasferisce il rischio di credito relativo a qualsiasi emittente di azioni (come i *credit default swap*) non devono essere presi in considerazione.

Ai titoli di Stato e agli strumenti correlati (ad es. *future* su titoli di Stato) non si applica il divieto.

I titoli presi in prestito o prestati non sono inclusi nel calcolo della posizione netta corta. In particolare, le operazioni di prestito titoli in base alle quali le azioni sono date in prestito non devono essere considerate come una posizione corta per il creditore. Allo stesso tempo, le operazioni di prestito titoli in base alle quali le azioni sono prese in prestito non devono essere considerate una posizione lunga per il debitore. Le medesime previsioni si applicano anche ai pronti contro termine (*repo*).

Tuttavia, non sono consentite vendite allo scoperto garantite da operazioni di prestito titoli o pronti contro termine, a meno che l'investitore abbia una posizione lunga equivalente nella stessa azione.

Alle posizioni corte coperte da posizioni lunghe in diritti di opzione e in obbligazioni convertibili si applicano disposizioni speciali (si veda il punto 12 di seguito).

#### **4. Cosa deve verificare un investitore prima di effettuare un'operazione sulle azioni soggette a restrizioni e sugli strumenti correlati?**

L'investitore deve assicurarsi che l'operazione che intende effettuare non dia origine o incrementi una posizione netta corta su un'azione soggetta a restrizioni. Particolare attenzione deve essere prestata nel caso di operazioni in derivati, dal momento che in tali casi le posizioni devono essere prese in considerazione corrette per il delta.

#### **5. È consentita l'assunzione di posizioni nette corte infragiornaliere?**

No, creare o incrementare una posizione netta corta (indipendentemente dal tipo di operazione effettuata) nel corso della giornata di negoziazione è vietato, anche se l'investitore intende chiudere la posizione prima del termine della giornata.

#### **6. Cosa deve fare un investitore che aveva aperto una posizione netta corta prima dell'entrata in vigore del divieto?**

Il divieto si riferisce solo alla creazione o all'incremento di una posizione netta corta. Pertanto, l'investitore che ha assunto una posizione netta corta prima dell'entrata in vigore del divieto può ridurla o mantenerla invariata. Mantenere invariata una posizione netta corta non viola il divieto. D'altra parte, non è consentito aumentare una posizione netta corta dopo averla ridotta.

Se un investitore ha immesso, prima dell'entrata in vigore della Delibera, un ordine idoneo a creare o aumentare una posizione netta corta e l'ordine non è stato eseguito all'entrata in vigore della Delibera l'investitore è tenuto a cancellare l'ordine.

Si veda anche il punto 8 in relazione ai derivati.

#### **7. Il divieto si applica anche agli scambi conclusi fuori dai mercati italiani?**

Si. Il divieto si applica a prescindere dalla sede di negoziazione sulla quale l'operazione è eseguita qualora dia origine o incrementi una posizione netta corta su un'azione soggetta a restrizioni. Di conseguenza, il divieto si applica alle operazioni effettuate su un mercato regolamentato o su un MTF, in Italia o all'estero. Parimenti, sono incluse nel divieto le operazioni effettuate *over-the-counter*.

#### **8. È consentito creare o incrementare una posizione netta corta sulle azioni soggette a restrizioni utilizzando derivati?**

No. È vietato utilizzare derivati per creare o aumentare una posizione netta corta. Gli investitori possono utilizzare derivati solo ai fini di copertura ovvero per creare o aumentare una posizione netta lunga.

Non è tuttavia considerata una violazione del divieto l'aumento di una posizione netta corta che consegua a una involontaria variazione del delta.

In questo caso, gli investitori devono notificare alla Consob la loro posizione netta corta se raggiungono una soglia di comunicazione rilevante (0,1%, 0,2%, 0,3% del capitale sociale emesso e così via); nel campo "commenti" della notifica va indicato che la variazione è stata causata dalla modifica del delta.

Al contrario, gli investitori non possono creare o aumentare una posizione netta corta in conseguenza di una posizione lunga in derivati in scadenza.

A titolo di esempio, un investitore che detiene una posizione corta in un basket di azioni soggette al divieto e una corrispondente posizione lunga tramite un *future* è obbligato a fare il *roll-over* del *future*; alternatively, l'investitore può chiudere la posizione corta prima della scadenza del *future*.

#### **8-bis. È consentito fare il roll-over di strumenti finanziari derivati?**

Gli investitori che detengono una posizione netta corta su azioni soggette a restrizioni tramite derivati in scadenza possono rinnovare la loro posizione, a condizione che il rinnovo non comporti un incremento della posizione netta corta.

#### **9. Sono consentite operazioni in strumenti legati a indici se l'indice sottostante include azioni soggette a restrizioni?**

L'operatività in strumenti legati a indici (come *futures* e altri derivati, ETF, *certificates*) non è vietata se il peso complessivo sull'indice delle azioni soggette a restrizioni è uguale o inferiore al 20%.

È invece vietata l'operatività in strumenti legati a indici qualora il peso complessivo sull'indice delle azioni soggette a restrizioni sia superiore al 20%.

Ad esempio, vendere un *future* sull'indice FTSEMIB, così come l'acquisto di un ETF che comporti l'assunzione di una posizione ribassista sullo stesso indice, è impedito dal divieto in quanto l'indice FTSEMIB è composto interamente da azioni soggette a restrizioni.

Per ciò che concerne le strategie di copertura di portafogli variamente collegati al rischio Italia tramite l'assunzione di posizioni corte sull'indice FTSEMIB, si sottolinea che le eventuali posizioni nette corte sulle azioni costituenti il medesimo indice sono soggette alle condizioni previste in via generale dalla Delibera: è fatto divieto di assunzione di nuove posizioni nette corte sulle azioni costituenti l'indice FTSEMIB e i detentori di posizioni nette corte sulle azioni costituenti l'indice FTSEMIB possono mantenerle, ma non possono aumentarle.

È altresì vietata la seguente strategia operativa:

- 1) acquistare una delle azioni costituenti l'indice FTSEMIB; e
- 2) vendere l'indice per un importo equivalente;

tale strategia darebbe infatti origine a una posizione netta corta su tutte le azioni costituenti l'indice FTSEMIB, salvo una.

All'opposto, a mo' di esempio, la negoziazione degli indici EuroStoxx 50, STOXX® Europe 600, MSCI Europe and MSCI EMU non è impattata dalle misure restrittive, in quanto il peso delle azioni soggette a restrizioni è inferiore alla soglia del 20%.

Per quanto riguarda la negoziazione di altri indici, l'investitore dovrebbe compiere ogni ragionevole sforzo per assicurarsi che le azioni soggette a restrizioni non rappresentino più del 20% del peso dell'indice, anche acquistando dati e informazioni relativi alla composizione dell'indice. In caso di dubbio, la Consob raccomanda di astenersi dall'assumere posizioni corte in tale indice.

Risulta vietata l'assunzione o l'incremento di posizioni nette corte sulle azioni soggette a restrizioni che derivi dalla combinazione dell'operatività in strumenti legati a indici e di altre operazioni. Ad esempio, è vietato porre in essere la seguente strategia operativa:

- vendere contratti *future* su un indice che include fra i costituenti le azioni soggette a restrizioni; e
- acquistare contratti *future* su tutti o la maggior parte dei titoli inclusi nell'indice di cui al punto precedente ad eccezione delle azioni soggette a restrizioni.

L'investitore deve essere in grado di dimostrare che le transazioni su strumenti legati a indici non sono state effettuate per dare corso a strategie ribassiste sulle azioni soggette a restrizioni e aggirare il divieto.

Si evidenzia che se a causa della negoziazione di strumenti legati a indici una posizione netta corta su azioni soggette a restrizioni dovesse raggiungere una soglia rilevante (0,1%, 0,2%, 0,3%, 0,4% del capitale azionario emesso e successive soglie), il detentore della posizione ha obbligo di comunicare alla Consob la variazione della posizione netta corta. In tal caso, si raccomanda che il detentore della posizione specifichi, nel campo "commenti" della notifica, che la variazione della posizione è stata causata dalla negoziazione di strumenti legati a indici.

In proposito, si ricorda che, a seguito della decisione dell'ESMA del 16 marzo 2020, la soglia minima per la segnalazione di posizioni nette corte su azioni ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato è stata ridotta allo 0,1% del capitale.

**10. Se un gestore di fondi opera per conto di più fondi, il calcolo della posizione netta corta deve essere effettuato a livello di fondo, di gestore o di entrambi? Quali regole si applicano in caso di gruppi?**

Si applicano le disposizioni previste dal Regolamento n. 236/2012 e, pertanto, il calcolo deve essere effettuato a livello di gestore. Nel caso di gruppi il calcolo deve essere effettuato sia a livello di singola entità sia a livello di gruppo.

**11. Il divieto sui applica ai *market makers*?**

No. Alle attività di *market making* definite dall'articolo 2, paragrafo 1, lettera k), del regolamento n. 236/2012, non si applica il divieto, a condizione che l'entità che svolge l'attività di *market making* sia inclusa nell'elenco pubblicato dall'ESMA e abbia espletato la procedura prevista dall'articolo 17 del citato regolamento.

## **12. Quali regole si applicano ai diritti di opzione e alle obbligazioni convertibili?**

Come indicato nella delibera, il divieto non si applica alle posizioni nette corte su azioni soggette a restrizioni create o incrementate esclusivamente per finalità di copertura della componente azionaria di obbligazioni convertibili acquistate precedentemente.

La stessa esenzione dal divieto si applica alle posizioni nette corte su azioni soggette a restrizioni create o incrementate esclusivamente per finalità di copertura di diritti di opzione acquistati precedentemente.

Ciò significa che, ad esempio, un investitore può acquistare diritti di opzione o obbligazioni convertibili e vendere un numero corrispondente di azioni sottostanti.

Per determinare il numero corrispondente di azioni, l'investitore deve calcolare e applicare il delta (si veda il precedente punto 3). I diritti di opzione esercitati e le obbligazioni convertibili delle quali è stata richiesta la conversione hanno un delta pari a 1.

In entrambi i casi l'investitore ha obbligo di comunicare alla Consob la posizione netta corta derivante da tale attività di copertura. In tal caso, si raccomanda che l'investitore specifichi, nel campo "commenti" della notifica, che la posizione corta è coperta da una posizione lunga in diritti di opzione o obbligazioni convertibili.

In proposito, si ricorda che, a seguito della decisione dell'ESMA del 16 marzo 2020, la soglia minima per la segnalazione di posizioni nette corte su azioni ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato è stata ridotta allo 0,1% del capitale.

## **13. Sanzioni – Quali sono le conseguenze del mancato rispetto del divieto?**

Ai sensi dell'articolo 193-ter del Testo Unico della Finanza, chiunque violi le misure adottate dall'autorità competente ai sensi dell'articolo 20 del Regolamento n. 236/2012 è soggetto a una sanzione amministrativa pecuniaria da 25.000 a 2.500.000 euro. Le sanzioni possono essere aumentate sulla base delle qualità personali del colpevole, dell'entità del prodotto o del profitto conseguito dall'illecito ovvero per gli effetti prodotti sul mercato. L'applicazione delle sanzioni amministrative pecuniarie comporta sempre la confisca del prodotto o del profitto dell'illecito.

## **14. L'intermediario deve monitorare il rispetto del divieto da parte dei suoi clienti?**

L'intermediario deve informare i propri clienti del divieto. L'intermediario è legittimato a fare affidamento sulle dichiarazioni fornitegli dal cliente sulla sua posizione complessiva e, pertanto, su posizioni lunghe da questo eventualmente detenute presso altri intermediari o che gli derivano da operatività in essere con altri intermediari.

## **15. Un investitore può vendere allo scoperto azioni non italiane?**

Misure restrittive in relazione alle posizioni nette corte in azioni spagnole, francesi, belghe, austriache e greche sono state adottate dalle autorità nazionali competenti di tali paesi (CNMV, AMF, FMA, FMA, HCMC).

Si prega di controllare i loro siti web (<https://www.cnmv.es/portal/home.aspx>; <https://www.amf-france.org>; <https://www.fsma.be/en>; <https://www.fma.gv.at/en/>; [http://www.hcmc.gr/en\\_US/web/portal/home](http://www.hcmc.gr/en_US/web/portal/home)) per ulteriori informazioni.

**Ulteriori domande possono essere inviate a: [shortselling-service@consob.it](mailto:shortselling-service@consob.it).**