

## CONSULTAZIONE "TRASPARENZA DELLE OBBLIGAZIONI SOCIETARIE, DEI PRODOTTI DI FINANZA STRUTTURATI E DEI MERCATI DEL CREDITO DERIVATI"

### SINTESI

**La recente crisi dei mercati finanziari: le prove dell'esistenza di imperfezioni del mercato o *market failures* nel mercato delle emissioni obbligazionarie o *corporate bonds* e la mancanza di un'informativa post-negoziata disponibile su questo mercato**

Il fine di questa sezione è quello di valutare se sono emerse nuove prove nel corso della crisi finanziaria in grado di provare l'esistenza di una imperfezione del mercato o *market failure* e/o la mancanza di un'informativa *post-trade* o post-negoziata nei mercati dei *corporate bond*.

#### ***Imperfezioni del mercato relative al mercato dei cash bond***

Nel suo precedente parere, il CESR aveva specificatamente considerato le imperfezioni del mercato legate alla "informazione asimmetrica e alle 'esternalità'" come potenzialmente rilevanti per i mercati dei bond.

Così come menzionato nel precedente parere del CESR, vi sono numerosi modi in cui sia possibile collegare la trasparenza delle transazioni a queste imperfezioni del mercato:

Alcuni partecipanti del mercato possono avere un accesso limitato alle informazioni di negoziazione o considerare proibitivo il costo per ottenerle. Ciò può ripercuotersi sulla loro capacità di determinare un prezzo equo al quale negoziare e, nel caso di una società d'investimento, può inficiare la sua capacità di ottenere la *best execution* per i propri clienti.

Le differenze di accesso all'informazione possono consentire ad alcuni partecipanti del mercato di sfruttare altri in modo sistemico ("sfruttamento dell'informazione").

La relazione tra trasparenza, competizione e liquidità può essere complessa – in parte perché è talvolta difficile definire ciò che si intende con il concetto di „liquidità“. In alcuni mercati, un elevato grado di trasparenza può incoraggiare l'ingresso di altri partecipanti, migliorando i volumi di scambio e rivedendo al ribasso costi e spreads. Tuttavia, in altri mercati – in particolare quelli che poggiano sulla liquidità degli operatori – una maggiore trasparenza può aumentare il rischio di impegnare capitale e di fornire prezzi. In ultimo, ciò può risultare in un netto rientro di liquidità, a scapito di tutti i partecipanti.

#### ***Questioni emerse durante la crisi finanziaria***

Nel considerare se la crisi finanziaria ha evidenziato un'asimmetria informativa nel mercato dei corporate bond, è necessario considerare dapprima le informazioni sulla determinazione del

prezzo. Non vi sono prove che suggeriscono che le fonti che forniscono queste informazioni siano cambiate durante questo periodo.

Al fine di accertare se vi è un problema nel mercato dei corporate bond che possa essere sintomatico di un insuccesso del mercato, vengono esaminati i seguenti aspetti alla luce degli attuali sviluppi:

- A) effetti sulla liquidità del mercato;
- B) effetti sulle bid-offer spreads;
- C) effetti sulla relazione tra il mercato dei CDS e il mercato dei corporate bond;
- D) e gli effetti sulle valutazioni.

### **A) Liquidità del mercato**

Un'acuta contrazione della liquidità del mercato da metà 2007 ha causato difficoltà nell'esecuzione delle transazioni dei corporate bonds. E' andata così sia per i professionisti o *wholesale* che per il dettaglio o *retail* e per i piccoli partecipanti. Gli investitori più sofisticati dispongono in genere di un migliore accesso alle informazioni sui prezzi e sui volumi, ma sono stati più pesantemente colpiti dai cambiamenti di liquidità del mercato rispetto ai più piccoli e agli investitori al dettaglio. Ciò può suggerire che in condizioni di rischio elevato e di scambi volatili, il comportamento più probabile dei partecipanti del mercato può essere quello di ritirare liquidità dal mercato. D'altro canto, si può anche sostenere che l'opacità dell'informativa di negoziazione è una fonte di maggior asimmetria dell'informazione tra acquirenti e venditori e che la mancanza di una trasparenza post-negoziazione si sia ulteriormente e negativamente ripercossa sulla scarsità di liquidità nell'arco del periodo.

Le tensioni che gli intermediari del mercato hanno dovuto fronteggiare sulle loro liquidità di finanziamento hanno condotto ad una contrazione o ad una riduzione del grado di liquidità dagli stessi dispiegato nel fare il mercato. Ciò si è verificato sia sul mercato dei corporate bond che su quello dei prodotti strutturati ed è stato particolarmente problematico per quest'ultimo. Con le banche sempre impegnate nel processo di *deleverage* dei propri bilanci, è probabile che una minore liquidità sul mercato per molte classi di beni o *asset classes* si protragga per un po' di tempo.

Un'osservazione più generale è che tutti gli operatori cambiano la natura e il grado della loro interazione con un dato mercato in momenti di tensione. Gli operatori allocano una risorsa ora scarsa (capitale) laddove ritengono ora si tratti di un'allocazione redditizia. In quest'ambito, si potrebbe sostenere che le conseguenze naturali di maggiori preoccupazioni di credito, di più rigide restrizioni al credito imposte da una maggiore volatilità del mercato e da costi di finanziamento più elevati siano un ridimensionamento da parte degli operatori della propria dimensione e posizione di scambio con una conseguente riduzione della profondità del mercato oggetto di

negoziazione. Tuttavia, il cambiamento di comportamento del mercato durante la crisi potrebbe anche essere ragionevolmente interpretato come il risultato dell'assenza di un'informativa post-negoziazione, la quale ha ulteriormente prosciugato la liquidità.

Il volume dello scambio secondario delle obbligazioni societarie o *corporate bonds* da gennaio 2007 a ottobre 2008 è sceso drasticamente, calando di oltre il 50%<sup>4</sup>.

I dati comprendono tutte le transazioni di corporate bond ivi compresi convertibili, fisse e floaters riferite alla Xtrakter. Non sono stati inclusi gli scambi off-database, i repos e gli scambi annullati. I volumi sono stati convertiti in Euro.

### **B) Allargamento dei bid-offer spreads**

La minor liquidità del mercato è stata accompagnata da un allargamento dei bid-offer spreads e da una minore profondità del mercato. Se l'allargamento dei bid-offer spreads può essere indicativo di una mancanza di competizione durante le normali condizioni di negoziazione, è probabile invece che in condizioni di tensione, lo stesso rispecchi una maggiore incertezza e volatilità. Effettivamente, un allargamento dei bid-offer spreads può essere atteso durante i periodi di tensione in quanto i partecipanti del mercato rideterminano il prezzo del bene per rispecchiare il maggior rischio del mercato.

Anche i mercati generalmente considerati altamente trasparenti (es. il mercato federale tedesco) ha sperimentato un declino nella liquidità del mercato e un allargamento dei bid-offer spreads durante la crisi.

### **C) Il mercato dei CDS**

Come osservato nel parere originale del CESR, l'attività nel mercato dei derivati, più particolarmente il mercato dei CDS, viene spesso usata efficacemente come mezzo di formazione del prezzo per il mercato sottostante dei *cash bond* e anche come un mezzo di formazione del prezzo di riferimento. Più generalmente la crescita nel mercato dei CDS ha permesso ai partecipanti del mercato di gestire più efficacemente il loro rischio. La recente attività nel mercato dei CDS suggerisce che questa interrelazione possa non funzionare altrettanto efficacemente in condizioni di mercato difficili. Nel considerare ciò, è importante notare che la determinazione del prezzo nel mercato cash rispecchierà il rischio del credito e il rischio del finanziamento, mentre la determinazione del prezzo nel mercato dei CDS si fonderà sul rischio del credito e sul rischio controparte.

Benché la relazione di prezzo tra uno strumento spot e il suo derivato possa fluttuare nel tempo, è possibile osservare che dall'inizio della crisi finanziaria, lo spread tra i due strumenti si è mosso in modo irregolare. Di fronte alla turbolenza dei mercati del credito, il mercato europeo dei cash bond ha reagito in modo meno volatile nel primo trimestre 2008 (Q1 2008). All'inizio del 2007, il livello dell'indice iTraxx5 (con attenzione alla categoria di rating A) era allineato alla

corrispondente curva dei cash bonds. Tuttavia, dal mese di luglio 2007 questa relazione è mutata e lo scarto sull'indice iTraxx europeo a 5 anni, che segue i CDS per le corporate investment-grade, si è significativamente allargato al di sopra della curva del mercato cash. Lo scarto si è successivamente invertito ed è entrato in una fase più stabile con uno scarto tra i due strumenti molto più allineato seppure ancora sensibile ai cambiamenti di prezzo sino a metà settembre 2008. Nel mese di ottobre 2008, si è potuto osservare un significativo allargamento dello spread sul mercato dei cash bond al di sopra della curva iTraxx.

Questa relazione è ampiamente dovuta alla differenza delle risposte dei due mercati ai cambiamenti intervenuti nelle condizioni del credito. In particolare, il mercato dei CDS sembra muoversi davanti al mercato dei bond nell'ambito della *price discovery*.

E' stato empiricamente riscontrato che i CDS e gli spreads dei bonds rispondono diversamente ad un cambiamento nelle condizioni del credito in quanto gli investitori usano prima il mercato dei CDS per regolare le proprie posizioni. In tempi normali, ciò può ridurre la volatilità nel mercato dei cash bond ma in tempi in cui i partecipanti del mercato sono soggetti ad un cambiamento acuto delle condizioni del credito, non è così.

Un altro studio empirico ha osservato specificatamente il ruolo del mercato dei CDS nella *price discovery* per i mercati del credito corporate europei da gennaio 2004 a ottobre 2006. Questo periodo comprende un periodo di turbolenza del mercato nei mercati del credito corporate nella primavera del 2005, provocato dal *downgrade* di Ford e General Motors. Mostra che sia i corporate bonds sia i CDS contribuiscono alla *price discovery* con un mercato dei CDS in situazione di leggera dominanza generale. Tuttavia, il contributo alla *price discovery* non è stabile nel tempo e la ricerca mostra che il contributo del mercato dei CDS è sceso significativamente durante la turbolenza dei mercati dei corporate bond nella primavera del 2005.

La prova di cui sopra potrebbe rappresentare un riequilibrio della domanda e dell'offerta in quanto gli investitori prendono in considerazione numerosi componenti quali i fattori tecnici sia nel mercato cash che in quello dei CDS, il prezzo del dollaro, gli spread degli swap e i covenants. In quest'ambito, le informazioni relative a prezzi e volumi non sembrano costituire il motore dei movimenti della curva. Tuttavia, man mano che la tensione aumentava sui mercati a causa della crisi finanziaria, anche la liquidità dei mercati dei CDS ha iniziato a prosciugarsi, sollevando dubbi circa la loro validità di indicatore di rischio e di costo di finanziamento. In tempi normali, i CDS hanno prosperato ma quando i mercati hanno sperimentato seri problemi, sono emerse anche le debolezze. In questo contesto, si può sostenere che il costo di hedging per i corporate bonds era artificialmente ampio a causa della mancanza di liquidità che ha esacerbato le transazioni condotte da alcuni investitori come gli hedge funds implicati nelle strategie di arbitraggio del credito<sup>8</sup>. L'allargamento dello spread può aver creato problemi alla capacità degli emittitori corporate di

raccogliere denaro o rinegoziare debiti nei mercati di capitale in quanto gli investitori richiedevano conseguentemente tassi d'interesse molto più alti per acquistare corporate bonds chiedendo, quindi, di adattare i livelli dei cash bond corporate al livello dei CDS. L'entità di questo comovimento in eccesso aumenta con il peggiorare della qualità del credito.

Con un allargamento degli spreads nel mercato dei CDS più o meno acuto di quello dei mercati dei corporate bond cash, i recenti eventi possono suggerire che il mercato dei CDS non costituisce un indicatore affidabile per il calcolo del prezzo del mercato cash in ogni circostanza o che i segnali di prezzo dati dai premi dei CDS e dagli spread Itraxx dovrebbero essere usati soltanto in relazione ad altri indicatori disponibili (es. bid-ask spreads).

Da un punto di vista della politica, la questione chiave sta nel determinare se questo cambiamento nella relazione è una reazione a breve termine che rispecchia circostanze straordinarie e l'interazione precedente con i CDS e i mercati cash verrà ripristinata in futuro o se è improbabile che questa relazione venga ripristinata.

Durante la crisi del credito del 2007 e 2008, la questione di marcatori precisi sulle posizioni di sicurezza detenute da banche, hedge funds e fondi comuni così come il calcolo del *net asset value* (NAV) è stata una questione significativa per alcuni partecipanti del mercato con problemi non confinati ai prodotti complessi<sup>10</sup>. Alcuni partecipanti alla sessione organizzata dal CESR per gli esperti industriali del buy-side hanno espresso il parere che una maggiore trasparenza post-negoziazione possa aiutare a valutare i portafogli in modo più accurato.

L'International Accounting Standards Board 11 ha recentemente pubblicato i suoi pareri sull'uso dei prezzi delle transazioni per aiutare a valutare i portafogli, in particolare nei mercati inattivi. La relazione conclude dicendo che i risultati di transazioni disordinate non sono determinanti per la misurazione del valore equo e che è probabile che i prezzi delle transazioni nei mercati inattivi non siano determinanti per un valore equo ma che possano costituire un input alla misurazione del valore equo.

Al CESR mancano dati su come si sia sviluppata la dispersione nelle valutazioni dei corporate bonds nei mercati europei e sullo sviluppo della dispersione delle valutazioni negli Stati Uniti durante la crisi del credito nel 2007 e 2008. Tuttavia, è da notare che dati tempestivi, coerenti, accurati e ampiamente accessibili sui prezzi dei bond aiutano a calcolare i *net asset values*, che per i bond funds vengono tipicamente calcolati su base *mark-to-market*.

## **Conclusioni**

Non vi è dubbio che i mercati abbiano sperimentato un periodo di turbolenza senza precedenti e, così come rilevato nell'analisi di cui sopra, l'impatto dei recenti eventi può essere interpretato in numerosi modi. Il CESR rileva che:

la liquidità nel mercato dei corporate bond si è ultimamente drasticamente contratta ripercuotendosi sulla disponibilità di un'informativa post-negoziata sia per il settore professionista o *wholesale* che per quello del *retail*;

i bid-offer spreads nel mercato dei corporate bond si sono allargati e, di conseguenza, si è sostanzialmente ridotta la profondità del mercato;

in termini di una potenziale asimmetria dell'informazione, gli investitori *across the board* hanno sperimentato una mancanza di informativa post-negoziata. Per alcuni partecipanti del mercato l'accesso alle informazioni di scambio può risultare limitato o il loro ottenimento risultare proibitivo; e l'interrelazione tra cash market e il mercato dei CDS opera in un modo che può ostacolare la *price discovery* nel mercato cash.

Pertanto, il CESR ritiene che sarebbe utile valutare se l'introduzione di una maggiore trasparenza post-negoziata possa aiutare a ripristinare e favorire l'avanzamento della liquidità del mercato (sia in tempo di crisi che durante le normali condizioni di negoziazione) e ad affrontare questioni più ampie che sono emerse durante la crisi come quelle relative alle valutazioni accurate.

#### **Domande ai partecipanti del mercato:**

Q1: Credete che la situazione sopra descritta possa essere sintomatica di una imperfezione del mercato?

Q2: Avete percepito una potenziale asimmetria informativa tra i partecipanti del mercato?

Liquidità del mercato:

Q3: Secondo voi, quali sono i motivi principali che hanno condotto ad una drastica riduzione di liquidità nello scambio secondario dei corporate bonds europei dal 2007?

Q4: Pensate che una maggiore trasparenza post-negoziata dei corporate bonds europei avrebbe aiutato a mantenere la liquidità in condizioni di tensione del mercato? Potete spiegare perché?

Bid/offer spread:

Q5: Secondo voi, quali sono stati i motivi principali dell'allargamento dei bid/offer spreads per i corporate bonds europei?

Q6: Ritenete che una maggiore trasparenza post-negoziata avrebbe consentito di limitare l'allargamento dei bid/offer spreads osservato per i corporate bonds europei?

#### **I potenziali vantaggi e svantaggi di una maggiore trasparenza post-negoziata**

Questa sezione riassume i potenziali vantaggi e svantaggi risultanti da una maggiore trasparenza post-negoziata nei mercati dei corporate bond, con un'attenzione in parte alla recente crisi dei mercati.

A) L'efficienza del processo di *price discovery*, l'accesso all'informazione e la riduzione dei costi di transazione

Mentre gli investitori *retail* e i piccoli partecipanti sono meno in grado di ottenere informazioni di scambio sui corporate bonds (benché è probabile che coloro che usano un intermediario abbiano un accesso indiretto a talune informazioni), in condizioni di mercato normali i grossi investitori possono ottenere quotazioni da *dealers* e informazioni sparse dai *data vendors*. Uno dei vantaggi nel migliorare la trasparenza risiederebbe nel fatto che gli investitori *retail* e le piccole e medie imprese beneficerebbero di un migliore accesso alle fonti di informazione esistenti. Una trasparenza post-negoziazione potrebbe anche aumentare l'efficienza del processo di *price discovery* aprendo l'informazione a qualsiasi tipo di investitore, ridurre i bid-ask spreads, ridurre i costi di ricerca per gli investitori e incentivare la competizione tra *dealers*.

## **B) Fornitura di liquidità**

Vi è poca letteratura accademica che si riferisca specificatamente agli effetti di una maggiore trasparenza sulla liquidità. Tuttavia, alcuni studi e alcuni partecipanti del mercato intervistati dal CESR durante la preparazione di questo documento di consultazione pongono l'accento sul fatto che una maggiore trasparenza post-negoziazione potrebbe avere un impatto negativo sulla liquidità in quanto ridurrebbe gli incentivi posti ai fornitori di liquidità di partecipare ai mercati dei corporate bond. Un rigido regime di trasparenza post-negoziazione per i corporate bonds può anche condurre ad una rimodellazione non voluta della struttura stessa del mercato e può ridurre la tempestività dell'esecuzione. Se i partecipanti del mercato devono pubblicare transazioni eseguite prima di avere la possibilità di lasciare la loro posizione quale risultante dalla transazione, le posizioni possono diventare visibili. Si teme quindi che i partecipanti del mercato possano allora evitare di assumere queste posizioni o possano esimersi dal partecipare al mercato dei bond, in particolare in condizioni di minore liquidità del mercato.

In base ad uno studio di Lagana et al. (2006), la trasparenza post-negoziazione può avere conseguenze diverse sulla liquidità del mercato in tempi di crisi rispetto alle normali situazioni di mercato. In condizioni di mercato tese, è probabile che si verifichi un comportamento da pecora da parte degli investitori, vale a dire che la decisione di vendere di un investitore è legata alla decisione di vendere di altri investitori nello stesso momento. Ciò può avere come conseguenza di impattare negativamente la liquidità degli scambi. Questo studio evidenzia inoltre che una scarsa trasparenza post-negoziazione non migliora la liquidità sistemica in quanto è probabile che il gap informativo lasciato da un'assenza di trasparenza post-negoziazione venga colmato in tempi di tensione da rumori speculativi.

Goldstein et al. (2007) ha condotto un esperimento controllato sull'effetto di una trasparenza post-negoziata nei mercati dei corporate bond statunitensi. Globalmente, è stato riscontrato che una maggiore trasparenza post-negoziata non ha un impatto significativo, sia esso positivo o negativo, sulla liquidità. Tuttavia, per bond negoziati in modo sottile, è stato rilevato che una maggiore trasparenza post-negoziata conduce ad un declino nel volume delle transazioni.

### **C) Osservanza di altri requisiti normativi (come la *best execution*) e la tutela dell'investitore**

Gli investitori europei dei corporate bond possono trarre vantaggio dalla fornitura di maggiori dati di post-negoziata al fine di verificare i dati di esecuzione che ottengono. La difficoltà nell'ottenere informazioni sulle negoziazioni potrebbe creare problemi per gli intermediari nell'osservare le obbligazioni di *best execution* previste dalla MiFID in quanto potrebbe inficiare la loro capacità di identificare la sede che ha offerto le migliori condizioni di esecuzione e di monitorare la qualità dell'esecuzione ai fini della revisione della migliore politica di esecuzione. La trasparenza post-negoziata può anche aiutare le società di investimento a rispettare altri requisiti della MiFID intesi a favorire la tutela dell'investitore, come la divulgazione delle informazioni ai clienti e le valutazioni di idoneità, a rispondere alle preoccupazioni riguardanti la tutela del *retail* fornendo prezzi migliori agli investitori e tutelando da investimenti inappropriati. I requisiti di trasparenza post-negoziata possono ridurre le lamentele degli investitori su prezzi e volumi in quanto gli investitori potrebbero verificare i dati di esecuzione che sono stati forniti loro.

### **F) Impatto sugli indici**

Una maggiore trasparenza sui prezzi e sui volumi dei bond potrebbe potenzialmente fornire informazioni più complete per la produzione di indici di bond e avere un effetto potenzialmente positivo sulla qualità degli indici dei bond in Europa.

#### **Domande ai partecipanti del mercato:**

Q13: Condividete i vantaggi e gli svantaggi potenziali sopra descritti? Si prega di argomentare la risposta. Si prega di spiegare come i potenziali svantaggi possano essere mitigati.

Q14: Vi sono altri vantaggi o svantaggi rilevanti legati ad una maggiore trasparenza di post-negoziata nei mercati dei bond che il CESR dovrebbe prendere in considerazione?

#### **L'informativa sugli scambi attualmente disponibile negli Stati Membri**

Sono stati compiuti sforzi dall'industria per sviluppare accordi di trasparenza. Questi spaziano dalle informazioni sugli scambi fornite dalle sedi multilaterali di negoziazione (come i mercati regolamentati e i sistemi di scambio organizzati o *Multilateral Trading Facilities*) alle iniziative

organizzate da associazioni di scambio che cercano di trovare il giusto compromesso fra migliorare la trasparenza ed evitare danni in termini di disponibilità di liquidità. Inoltre, nuove iniziative hanno specificatamente preso di mira aree del mercato che sono state particolarmente colpite dalla crisi del credito; sono per esempio stati annunciati di recente prodotti strutturati.

In termini di informazioni sugli scambi rese disponibili dai sistemi multilaterali di negoziazione negli stati membri dell'UE, un sondaggio condotto tra membri del CESR (vedi riepilogo delle risposte date al formulario nell'Appendice 2) mostra che, nella maggior parte dei casi, il mercato si avvantaggia di una trasparenza pre- e post-negoziazione anche per strumenti finanziari diversi dalle azioni ammesse alla negoziazione su un mercato regolamentato o su un MTF. Per strumenti finanziari non-equity ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato, è richiesto agli operatori del mercato di molti Stati Membri di istituire un regime di trasparenza che assicuri una negoziazione equa e ordinata. Per le transazioni di strumenti finanziari non-equity, l'operatore del mercato pubblica spesso o almeno divulga ai partecipanti del mercato alcune informazioni sui prezzi e le quantità entro un termine di tempo adatto allo strumento oggetto dello scambio, il metodo di negoziazione e l'importo della transazione<sup>33</sup>. Un simile approccio si applica alla negoziazione su MTF. Per strumenti finanziari diversi dalle azioni ammesse alla negoziazione su un mercato regolamentato che sono oggetto di scambio nel sistema, spesso l'operatore MTF pubblica o almeno divulga ai partecipanti del mercato alcune informazioni sugli interessi di acquisto e di vendita. Le informazioni devono bastare a consentire agli utenti di formarsi un parere sull'investimento, prendendo in considerazione la natura degli utenti (vale a dire il numero e il tipo di membri del sistema) e i tipi di strumenti finanziari oggetto dello scambio (vale a dire siano essi o no ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato, soliti metodi di negoziazione)<sup>34</sup>.

Tuttavia, non esistono requisiti di trasparenza simili per strumenti finanziari non-equity ammessi alla negoziazione sia su un mercato regolamentato che su un MTF ma oggetto di negoziazione al di fuori di queste piattaforme o per strumenti finanziari non ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato o su un MTF. Le uniche eccezioni sono gli Stati Membri dove è stata presa la decisione di esercitare l'opzione prevista dal Recital 46 della MiFID.

L'opzione prevista dal Recital 46 della MiFID è stata esercitata dall'Italia. Prima di ciò, i mercati italiani erano già caratterizzati da un elevato livello di trasparenza e, sulla base delle informazioni disponibili, l'assetto normativo non ha avuto un impatto negativo sulla liquidità e sulle strategie di investimento.

In Italia, i bonds erano (e sono) oggetto di scambio su mercati *retail* regolamentati, su mercati professionisti regolamentati, su sistemi di scambio organizzati MTF e su numerosi sistemi di scambio alternativi (ATS) bilaterali. L'attuale regime di trasparenza italiano sugli strumenti finanziari non-equity è caratterizzato da un approccio flessibile che non prescrive requisiti di trasparenza specifici per le sedi di negoziazione in termini di tempestività e contenuto

dell'informazione che deve essere resa disponibile al pubblico. Per quanto concerne gli obblighi delle società di investimento, il regime si concentra sulle obbligazioni di trasparenza post-negoziazione e consente agli intermediari di trarre vantaggio (in termini di contenuto e di tempestività delle obbligazioni) dal quadro in essere relativo al *transaction reporting*. In particolare, la normativa Consob prevede che:

34 Art. 14(1) e (2) della MiFID.

a) i mercati regolamentati, gli MTF e gli internalizzatori sistematici costituiscano e mantengano un regime di trasparenza per gli strumenti finanziari oggetto di scambio sui sistemi dagli stessi operati. L'approccio si concentra sulle soluzioni apportate dal mercato in modo tale che i mercati regolamentati, gli MTF e gli internalizzatori sistematici possano concepire le loro regole di trasparenza, prendendo specificatamente in considerazione la microstruttura del mercato, la natura dello strumento finanziario, l'importo oggetto dello scambio e il tipo di partecipanti del mercato coinvolti con particolare riguardo all'implicazione degli investitori *retail*; b) le società di investimento rendano pubbliche le informazioni di trasparenza della post-negoziazione sulle transazioni concluse fuori dai mercati regolamentati, dagli MTF e dagli internalizzatori sistematici su strumenti finanziari diversi dalle azioni ammesse alla negoziazione sui mercati regolamentati italiani. Le società di investimento devono rendere pubbliche le informazioni riguardanti la data e l'ora della transazione, i dettagli dello strumento finanziario coinvolto nonché il prezzo e la quantità della transazione conclusasi. Le obbligazioni si applicano alle transazioni al di sotto di o pari all'importo di EUR 0,5 milioni. Per transazioni superiori a questa soglia, le società di investimento sono autorizzate a non pubblicare la quantità e, al suo posto, a fornire un'indicazione secondo la quale la transazione supera questa soglia. In termini di tempo, le informazioni devono essere pubblicate, relativamente ad ogni transazione, entro la fine della giornata lavorativa successiva al giorno di conclusione della transazione.

### **Conclusioni e raccomandazioni**

Dall'estate 2007, i mercati dei corporate bond hanno sperimentato tensioni significative. Il CESR ha osservato sviluppi che possono essere sintomatici di una imperfezione del mercato nelle seguenti aree:

a) Liquidità del mercato. La liquidità nel mercato dei corporate bond si è significativamente contratta negli ultimi tempi ripercuotendosi sulla disponibilità dell'informativa post-negoziazione sia per il settore professionale o *wholesale* che per quello al dettaglio o *retail*. La severa contrazione della liquidità del mercato da metà 2007 ha reso difficile l'esecuzione di scambi di corporate bonds. Ciò è valso sia per i professionisti o *wholesale*, che per il *retail* e i piccoli partecipanti.

b) Bid-offer spreads. Una minore liquidità del mercato si è accompagnata ad un allargamento dei bid-offer spreads e ad una riduzione della profondità del mercato. Se l'allargamento dei bid-offer spreads può stare ad indicare una mancanza di competizione nel corso delle normali condizioni di scambio, è probabile che ciò rispecchi l'attuale crescente incertezza e volatilità.

c) Il mercato dei CDS come indicatore di trasparenza del prezzo dei bond. L'attività nel mercato dei derivati sul credito (CDS) è stata spesso efficacemente usata come meccanismo di determinazione del prezzo del mercato sottostante dei cash bond. Se non è chiaro se il comportamento degli spread dei CDS durante il crac del credito sia dovuto ad aspetti del mercato dei CDS o a problemi nel mercato dei corporate bond, le recenti condizioni del mercato indicano che il mercato dei CDS non è stato un indicatore affidabile per il calcolo del prezzo del mercato cash durante la maggior parte dell'anno;

d) Valutazione dei portafogli. Senza dati tempestivi, coerenti, accurati e ampiamente accessibili sui prezzi dei bond, è difficile calcolare i *net asset values*, tipicamente valutati su base *mark-to-market* per i bond funds. Alcuni partecipanti del mercato hanno espresso il parere secondo il quale, ultimamente, è stato problematico procedere a valutazioni accurate per prodotti più complessi (es: gli asset-backed securities) come per i cash corporate bonds e che un'ulteriore trasparenza post-negoziazione potrebbe favorire valutazioni accurate dei portafogli. Tuttavia, non vi sono dati disponibili su come la dispersione della valutazione sia stata colpita dal crac del credito e non è facile quantificare l'impatto della trasparenza post-negoziazione sulla dispersione della valutazione sui mercati europei.

La potenziale imperfezione del mercato, di particolare rilevanza per il mercato dei corporate bond, è l'asimmetria dell'informazione. Nel considerare questa questione, è importante tenere a mente la struttura dei mercati dei bond europei. Il settore *wholesale* rappresenta una grossa quota di mercato, benché in alcuni paesi vi sia un'attiva partecipazione del *retail*. Se i partecipanti del mercato dei professionisti o *wholesale* sono stati severamente colpiti dalla recente crisi dei mercati finanziari, i partecipanti intervistati dal CESR hanno dichiarato sinora di aver un accesso adeguato alle informazioni di pre- e post-negoziazione su prezzi e volumi; al contrario, gli investitori al dettaglio così come i partecipanti più piccoli del mercato ed alcuni partecipanti buy-side insistono su una mancanza di trasparenza del prezzo e sui vantaggi che si ricaverebbe da un migliore accesso alle informazioni di scambio.

Le difficoltà nell'ottenere informazioni di scambio potrebbero creare problemi agli intermediari nell'osservare le obbligazioni di *best execution* previste dalla MiFID in quanto le stesse potrebbero inficiare la loro capacità ad identificare la sede di negoziazione che ha offerto le migliori condizioni di esecuzione e a monitorare la qualità dell'esecuzione ai fini della revisione della loro politica di *best execution*. Gli investitori di corporate bond europei possono anche trarre vantaggio dalla

disponibilità di più dati di post-negoziazione al fine di verificare i dati di esecuzione da loro ottenuti.

Riepilogando, i mercati hanno dimostrato di operare in un modo al quale non siamo abituati ed in particolare sono stati osservati declini significativi nella liquidità del mercato. Il CESR non ritiene che l'insufficiente trasparenza di post-negoziazione sia stata il motivo principale di queste difficoltà, né ritiene che una maggiore trasparenza post-negoziazione, come misura singola, sia in grado di risolvere i vari problemi patiti dal mercato dei corporate bond. Tuttavia, il CESR ritiene che vi sarebbe un vantaggio per i partecipanti del mercato ad avere accesso a più informazioni di post-negoziazione. Il concepire un regime di trasparenza per i bonds non è un compito facile a causa dei numerosi fattori che devono essere presi in considerazione. L'industria ha una profonda e ben informata conoscenza delle strategie e delle dinamiche del mercato e le soluzioni dettate dal mercato in quest'area potrebbero ancora essere considerate appropriate posto che possano fornire un adeguato livello di trasparenza post-negoziazione in maniera tempestiva e che vengano sottoposte ad un attento monitoraggio esterno. Tuttavia, le forze del mercato possono non riuscire a raggiungere un adeguato livello di trasparenza e i partecipanti del mercato possono non essere adeguatamente incentivati a raggiungere l'esito ottimale.

Il CESR è consapevole che le differenze nell'ambito degli strumenti finanziari e che le specifiche esigenze di negoziazione dei partecipanti del mercato sono fattori chiave da prendere in considerazione se si vuole concepire un regime di trasparenza per strumenti non-equity. Poiché i mercati delle equity e i mercati dei bond differiscono considerevolmente, le regole di trasparenza del prezzo applicate ai mercati delle equity possono non essere adatte ai mercati dei bond ed una maggiore trasparenza può non avere lo stesso effetto sulla formazione del prezzo e sulla liquidità.

Il mondo industriale insiste sempre sull'assenza di qualsiasi prova della presenza di imperfezioni del mercato, concludendo che non occorre un intervento normativo in quest'area. I partecipanti professionisti o *wholesale* sembrano generalmente soddisfatti del livello di accesso alle informazioni di trasparenza e riconoscono che le minori informazioni su quotazioni e prezzi sono state il risultato di un'assenza di scambi in essere. L'accesso alle informazioni di trasparenza delle negoziazioni per i partecipanti più piccoli, ivi compresi quelli al dettaglio o *retail*, è ancora più basso.

Nel suo precedente parere alla Commissione, il CESR ha valutato se fosse fattibile e/o auspicabile estendere la trasparenza regolamentare solo ad alcuni segmenti del mercato o ad alcuni tipi di investitori. Il CESR ha rilevato che, in linea di principio, i requisiti di trasparenza che possono sorgere da accordi armonizzati a livello EU dovrebbero prendere in considerazione diversi fattori, tra cui:

d) se sì o no i bonds sono ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato o se sono oggetto di scambio su più piattaforme;

- e) la natura dello scambio negli strumenti – vale a dire la parte di scambi che si verifica su MTF e mercati regolamentati rispetto a quella bilaterale;
- f) il tipo di partecipanti del mercato; e
- g) il tipo di investitore finale che detiene questi strumenti.

Durante il precedente processo di consultazione, il CESR ha ricevuto una vasta panopia di risposte alla domanda posta nel suo documento consultivo sui requisiti di segmentazione della trasparenza. E' stato suggerito che una trasparenza segmentata – concepita per prendere in considerazione le particolari circostanze del bond in oggetto, o incentrata in particolare su determinati gruppi di investitori (più verosimilmente sui partecipanti al dettaglio o *retail*) – è apparsa sensata. I partecipanti del mercato hanno anche dichiarato che tale segmentazione può essere fornita indipendentemente dall'adozione di una soluzione regolamentare o guidata dall'industria. Ma altri hanno sostenuto che una differenziazione dei requisiti di trasparenza può essere difficile da realizzare in termini pratici e che la stessa può occultare il fatto che, nella realtà, molti di questi segmenti di mercato sono interconnessi.

Si potrebbero concepire varie segmentazioni, sottoposte ad attenta ideazione. Di conseguenza, il CESR sta considerando se un approccio che distingue tra le esigenze dei partecipanti attivi nel mercato dei professionisti o *wholesale* e quelle di quelli attivi nel mercato al dettaglio o *retail market* possa risultare appropriato. Il CESR intende ottenere il parere degli industriali su questo approccio e, laddove applicabile, come meglio distinguere tra mercati *wholesale* e *retail* al fine di migliorare il contenuto e la tempestività delle informazioni rese disponibili.

In conclusione, il CESR riconosce l'importanza della trasparenza per il funzionamento efficace dei mercati in generale, e desidera esplorare con i partecipanti del mercato se una maggiore trasparenza post-negoziazione può svolgere un ruolo nel sostenere un ripristino a condizioni di mercato più normali nei mercati dei corporate bond e, in seguito, risultare utile. In particolare, il CESR desidera ottenere le opinioni dei partecipanti del mercato sulle seguenti questioni:

Profondità e latitudine delle informazioni da fornirsi:

- a) tipi di corporate bonds da coprire;
- b) pubblicazione su base di singola negoziazione e/o pubblicazione su certi aggregati di informazione su un periodo di tempo determinato;
- c) pubblicazione delle seguenti informazioni di scambio:

Nel caso di informazioni su base di singola negoziazione:

Giorno e ora della transazione

Codice ISIN (o altro numero di identificazione se non disponibile)

Prezzo della transazione

Volume della transazione

Nel caso di aggregati di informazioni:

Codice ISIN (o altro numero di identificazione se non disponibile)

Informazioni sui prezzi su un periodo di tempo determinato (vale a dire: alto, basso)

Informazioni sui volumi su un periodo di tempo determinato (vale a dire: volume medio)

Data dell'ultima quotazione

Data dell'ultima transazione

d) possibilità di pubblicare i volumi solo quando sono al di sotto di una certa dimensione (si potrebbe concepire una soglia determinata per evitare qualsiasi rischio di impatto del mercato).

Tempestività dei dati

e) tempestività delle informazioni da pubblicarsi: prossima al tempo reale o alla fine del giorno della transazione o alla fine del giorno lavorativo successivo a quello della transazione.

Meccanismo di realizzazione

f) Metodo con efficacia di costi per realizzare un'ulteriore trasparenza: soluzione dettata dal mondo industriale o requisiti normativi di trasparenza.

Altri dati legati al corporate bond in oggetto

g) Data di emissione, scadenza, prezzo della cedola, spread di rendimento, rating.

### **Domande ai partecipanti del mercato:**

Q20: Pensate che l'introduzione di maggiore informazione post-negoziata sui prezzi possa contribuire a ripristinare la fiducia dei mercati e a mantenere la liquidità dei mercati in tempi di crisi a venire?

Q21: Pensate che una maggiore trasparenza post-negoziata dei mercati dei corporate bond europei possa contribuire alla liquidità in normali condizioni di mercato? Potete spiegare perché?

Q22: In che misura i mercati dei corporate bond possono essere caratterizzati come mercati *wholesale* o *retail*? Come distinguereste tra mercati *wholesale* e *retail*? Quali sono le differenze nell'ambito dell'UE?

Q23: Quali sarebbero i vantaggi e gli svantaggi di un regime armonizzato di trasparenza paneuropeo per: a) il mercato *wholesale*; b) il mercato *retail*. Si prega di argomentare e di fornire dati basati su fatti di quello che potrebbe essere il potenziale impatto.

Q24: La ridotta affidabilità del mercato dei CDS quale indicatore per il calcolo del valore/prezzo nel mercato cash in certe condizioni di mercato costituisce un problema che richiede maggiore trasparenza di post-negoziata dei cash corporate bonds?

Q25: Pensate che l'adozione di requisiti di trasparenza possa contribuire ad affrontare questioni più ampie come quelle relative alle valutazioni accurate?

Q26: Quale sarebbe il mezzo più efficace dal punto di vista dei costi per realizzare una maggiore trasparenza? Una soluzione dettata dall'industria, possibilmente basata su una road map disposta dai regolatori, o requisiti normativi obbligatori di trasparenza post-negoziatore? a) il mercato retail b) il mercato wholesale; Si prega di fornire un'argomentazione logica.

Aspetti tecnici

Q27: Quali dovrebbero essere secondo voi i componenti chiave di un quadro di trasparenza post-negoziatore per i corporate bonds? Si prega di fornire il proprio parere per quanto concerne la profondità e la latitudine delle informazioni nonché la tempestività dei dati come sopra descritto.

Q28: Qualora le informazioni riguardanti il volume dovessero essere riferite solo al di sotto di una certa dimensione, quale sarebbe la soglia per evitare qualsiasi rischio di impatto sul mercato?

Q29: Vedreste dei vantaggi ad una implementazione graduale, iniziando con i bonds più liquidi, come si è fatto quando si è introdotto il TRACE?

### **Questioni chiave sorgenti dall'attuale crisi dei prodotti finanziari strutturati e dei derivati sul credito**

Questa sezione fornisce un riepilogo degli eventi legati alla crisi dei subprime e una panoramica degli aspetti principali dei prodotti finanziari strutturati e dei derivati sul credito.

Nell'estate del 2007, i credit spreads hanno iniziato ad aumentare riflettendo una crescente avversione al rischio da parte degli investitori. Ciò è stato causato dalle preoccupazioni legate al mercato immobiliare dei subprime negli Stati Uniti e il grado di esposizione di molti investitori istituzionali a perdite potenziali mediante i loro investimenti in RMBS (Residential Mortgage Backed Securities), CDO e altri prodotti finanziari strutturati. Anche se rappresentavano un maggior rischio di default, i subprime RMBS, altri ABS (Asset-Backed Securities) e i CDO dei mutui ipotecari si erano dimostrati degli investimenti popolari tra gli investitori istituzionali per via degli elevati tassi di ritorno sperimentati nel corso degli anni precedenti. Allo stesso modo, nuovi sviluppi negli ABS e nella struttura dei CDO significavano che anche tranche relativamente a basso rischio nelle quali alcuni investitori tradizionalmente cauti potevano investire finivano col rappresentare un rischio maggiore di quanto originariamente considerato.

La crisi dei mercati finanziari è stata innescata dal drammatico indebolimento degli standards sottoscritti per i mutui ipotecari subprime americani, che è iniziato alla fine del 2004. Entro la fine dell'anno successivo, i *delinquency rates* (la percentuale di coloro che non pagavano regolarmente) sui mutui subprime hanno iniziato ad aumentare.

Se originariamente concepiti per ridurre il rischio dell'investitore mediante diversificazione in modo tale che un investitore non venga eccessivamente danneggiato da un *default* su un particolare

mutuo, in certe circostanze i CDO e altri prodotti finanziari strutturati sembrano aver portato ad una concentrazione del rischio dell'investitore. Entro la fine del 2007, dei cambiamenti nei tassi di default attesi tra i mutui subprime hanno creato una notevole incertezza sulle prospettive di cash flow dei subprime RMBS e CDO.

L'incertezza ha causato una contrazione dei mercati del credito e a metà dell'estate 2007, ha condotto ad una crisi di liquidità per alcuni investitori con posizioni significative in questi titoli. La crisi di liquidità si è diffusa in altri Stati e anche in altri mercati. Con il peggiorare della crisi del mercato dei subprime, le agenzie di *rating* hanno iniziato il processo di *downgrade* di ABS e CDO. Questi *downgrade* hanno reso gli investitori ancora meno desiderosi di comprare ABS e CDO. L'incertezza riguardante la qualità dei *ratings* dei CDO si è propagata ad altre aree, in particolare il mercato dei *commercial paper*. Come rilevato prima, RMBS e CDO e altri assets erano usati come collateral per gli *asset-backed commercial paper*. Man mano che gli investitori hanno iniziato a dubitare dei ratings attribuiti ad alcuni CDO e RMBS, hanno anche iniziato a dubitare del valore dei ratings dei commercial paper.

La crisi del mercato del credito e l'indebolimento dei bilanci bancari globali ha avuto implicazioni fondamentali nel breve e lungo periodo per le società e gli istituti finanziari. Nei primi sei mesi dal crac del credito, le società sono rimaste per lo più relativamente illese grazie alla loro continua forte generazione di cash flow libero, ai pochi debiti a scadenza, e alla disponibilità di debito corporate dei mercati obbligazionari. Gli investitori di equity pagano ora un premio di valutazione per le società con flessibilità finanziaria supportata da forte liquidità e dalla capacità di finanziare crescita internamente.

Molteplici fattori sembrano aver contribuito a e/o intensificato la crisi dei subprime.

Questi sono:

a) La gestione del rischio: durante la crisi sono emerse debolezze nelle pratiche di gestione del rischio. I partecipanti ai mercati internazionali non avevano controlli interni sufficienti a capire e ad affrontare i rischi che prendevano nell'acquistare molti tipi di prodotti finanziari strutturati.

b) Trasparenza: un deficit di trasparenza potrebbe aver contribuito all'attuale crisi del mercato.

Questa trasparenza può essere suddivisa in due diversi tipi:

Trasparenza del prodotto: la cartolarizzazione ha permesso agli istituti finanziari di gestire facilmente la propria esposizione al credito, ottenendo fondi e consentendo agli investitori di accedere ai rischi di credito delle banche attraverso una diversità di strumenti. Gli istituti finanziari possono non aver offerto agli investitori sufficienti informazioni iniziali e su base continuativa sui prodotti strutturati e sugli assets sottostanti. Ciò sembra essere vero anche per precise divulgazioni di rischio. Nella misura in cui era richiesta una divulgazione pubblica, il rischio associato a questi prodotti può non essere sempre stato sufficientemente chiaro o facilmente

identificabile. Inoltre, gli investitori, ivi compresi gli investitori istituzionali, possono non aver avuto sempre la capacità di esaminare correttamente gli assets sottostanti i prodotti strutturati;

Trasparenza dei mercati secondari: il gap di trasparenza si riferisce anche alle condizioni in cui questi tipi di prodotto sono stati oggetto di negoziazione sul mercato. Poiché questi prodotti tendono ad essere eterogenei e tipicamente oggetto di negoziazione tra un piccolo numero di investitori istituzionali, il meccanismo della *price discovery* è diverso da quanto si osserva per le azioni che sono oggetto di severi requisiti di trasparenza. In genere, la trasparenza pre- e post-negoziazione è molto limitata in quanto questi prodotti sono soprattutto oggetto di negoziazione OTC.

c) Valutazione: sono emerse durante la crisi le debolezze nelle pratiche di valutazione e divulgazione così come le difficoltà associate ad un'equa valutazione degli assets dove la liquidità si è evaporata. Anche se la maggior parte dei partecipanti nei mercati dei corporate bonds, dei prodotti finanziari strutturati e dei derivati sul credito sono investitori istituzionali, vi sono state difficoltà nella valutazione di prodotti oggetto di negoziazione sottile. L'IFRS richiede alle società di usare i prezzi di mercato per stimare un valore equo in presenza di un mercato attivo che si affida ai prezzi ottenuti sui mercati quando questi sono disponibili. Tuttavia, se non sono disponibili, l'IFRS richiede alle società di ricorrere ad altre tecniche di valutazione.

d) Le Agenzie di Credit Rating (CRA): con la complessificazione dei mercati finanziari, il ruolo delle agenzie di *credit rating* è diventato anch'esso più importante. Tra le fonti di preoccupazione circa le agenzie CRA vi sono le debolezze metodologiche, l'insufficiente trasparenza delle ipotesi, le insufficienti informazioni sulle caratteristiche di rischio e l'insufficiente attenzione prestata ai conflitti d'interesse. Molti investitori si sono affidati a *credit ratings* senza un'adeguata comprensione dei prodotti sottostanti o dei rischi associati a questi prodotti.

e) Il modello OTD (Originate-to-distribute): benché il modello OTD abbia presentato molti vantaggi negli anni, questo modello si è indebolito subito prima della crisi. Il modello OTD è stato vantaggioso per i mutuatari o *loan originators* che beneficiavano di una maggiore efficienza di capitale e di una maggiore disponibilità di finanziamenti, gli investitori che beneficiavano di una maggiore scelta di investimenti e i *borrowers* o i richiedenti il prestito che beneficiavano di una più ampia disponibilità di credito. Tuttavia, il modello OTD ha anche prodotto incentivi non equilibrati durante il processo per la scarsa trasparenza sui prodotti e la scarsa gestione dei rischi collegati.

f) Liquidità: la crisi ha anche dato prova dell'importanza della liquidità e dell'importanza di una efficace gestione del rischio di liquidità. Gli istituti finanziari si sono dimostrati vulnerabili ad un collasso della liquidità dei mercati. La contrazione della liquidità nei mercati interbancari ha condotto alle tensioni di liquidità tra istituti finanziari.

Conclusioni

Si conviene generalmente che vi è stata un'imperfezione del mercato nei mercati cartolarizzati. Di conseguenza, si propone o si considera in numerose aree un intervento normativo. Queste aree comprendono per esempio:

nuove proposte per la regolamentazione dei requisiti di capitale;

nuove norme per la regolamentazione dell'emissione di credit ratings; e

alcuni emendamenti alle procedure contabili

Per i mercati CDS, i problemi sono stati di natura leggermente diversa. Ciononostante, la deteriorazione degli assets sottostanti le obbligazioni di riferimento così come le crescenti preoccupazioni sul rischio controparte hanno portato a diffuse preoccupazioni circa le esposizioni sottostanti. L'assenza di trasparenza sulle posizioni e sulla totale misura delle esposizioni dell'intero mercato ha portato a fortissime preoccupazioni tra i mercati.

Durante la crisi del mercato del credito, le difficoltà di valutazione del prezzo per gli strumenti finanziari complessi, in particolare quando il mercato di tali strumenti è diventato illiquido, sono diventate una preoccupazione centrale. In considerevole misura, questa questione emerge nel contesto di strumenti che sono sottoposti ad una contabilità *fair value* (o *mark-to-market*), ma le questioni di valutazione del prezzo emergono anche per strumenti finanziari che non sono sottoposti ad una contabilità *mark-to-market*.

Il CESR rileva che strumenti finanziari complessi come i CDO sono caratterizzati da un'assenza di trasparenza del prezzo. Così come menzionato dai partecipanti del mercato, la valutazione dei prodotti finanziari complessi può ampiamente dipendere da modelli finanziari proprietari e da inputs che possono non essere direttamente osservabili sul mercato. Mentre alcune società hanno sviluppato la capacità di valutare tali prodotti, altre società possono trovare difficoltoso valutare le loro posizioni adeguatamente.

Pertanto questa situazione ha forzato alcuni partecipanti del mercato a cercare fonti di valutazione altrove che non nel mercato secondario e a usare indici come l'ABX. Tuttavia, questa situazione può non rispecchiare adeguatamente il valore dello strumento finanziario complesso.

Alcuni degli SFP maggiormente sottoposti a leva finanziaria sono stati responsabili di un'ampia parte delle rettifiche di valore o *write-downs* e delle perdite sostenute da grossi intermediari finanziari, hedge funds, istituti finanziari specializzati e altri partecipanti del mercato. Inoltre, anche con una divulgazione ottimale della documentazione sottostante, il rischio di perdita associata a questi strumenti non è stato interamente compreso ed è stato scarsamente monitorato da molti partecipanti del mercato. Questa mancanza di comprensione è stata anche più pronunciata se applicata ai CDO, ai CDO squared, e ai relativi strumenti, rispecchiando una complessa gamma di fattori (quali la mancanza di una comprensione delle limitazioni dei modelli di valutazione e i rischi di *data set* storici sul breve periodo). Di conseguenza, questi strumenti hanno permesso di osservare un deprezzamento del prezzo ed una elevata volatilità, causando il

collasso della fiducia in una vastissima gamma di ratings di prodotti strutturati nonché un tracollo della liquidità di tali prodotti.

La complessità di certi prodotti strutturati ha condotto alcuni investitori, ivi compresi quelli con minore familiarità con questo tipo di prodotti, ad affidarsi ai ratings in quanto questi costituivano l'unica o la principale fonte di informazione.

### **Iniziative chiave per far fronte alle questioni che emergono dall'attuale crisi del mercato**

Al fine di ristabilire la fiducia nei mercati e negli istituti finanziari, le autorità nazionali hanno adottato misure volte a migliorare la fiducia nel mercato, a promuovere la liquidità del mercato degli asset e a risolvere i problemi di specifiche istituzioni.

Il 12 ottobre 2008, i Capi di Stato della zona Euro hanno rilasciato una "Dichiarazione su un piano di azione europeo concertato dei paesi della zona Euro", nella quale si conferma l'impegno ad agire congiuntamente in modo decisivo e globale al fine di ripristinare la fiducia e il corretto funzionamento del sistema finanziario, con lo scopo di ripristinare condizioni efficienti ed appropriate per l'economia. Si sono accordati su principi comuni da seguirsi da parte dei governi europei, delle banche centrali e dei supervisor per evitare che misure nazionali possano avere effetti avversi sul funzionamento del singolo mercato e degli altri Stati Membri. Un tale approccio coordinato comprende iniziative volte a:

- i. assicurare la liquidità appropriata;
- ii. facilitare il finanziamento delle banche attraverso vari strumenti;
- iii. fornire risorse di capitale supplementari alle istituzioni finanziarie; e
- iv. ricapitalizzare le banche sofferenti.

Questi principi sono anche stati approvati dal Consiglio Europeo il 16 ottobre 2008 per tutti gli Stati Membri.

Diverse iniziative legate ai prodotti finanziari strutturati e ai derivati sul credito sono state lanciate negli ultimi mesi per far fronte alle diverse questioni sollevate dall'attuale crisi del credito. Queste iniziative sono state condotte da una varietà di parti ivi comprese l'industria dei servizi finanziari, le organizzazioni internazionali e le autorità di controllo. Di seguito vengono considerate quelle di particolare rilevanza o comunque legate alla trasparenza di post-negoziazione dei prodotti finanziari strutturati e dei derivati sul credito.

### **Iniziative industriali europee volte ad aumentare la trasparenza nel mercato della cartolarizzazione**

Nove associazioni di global trade europee hanno promosso diverse iniziative per migliorare la trasparenza dei mercati della cartolarizzazione europei.

La *EU Industry Initiative* ha posto l'accento sul miglioramento della divulgazione dell'emettitore e del reporting, sul maggiore accesso all'informazione da parte degli investitori, sull'aumentata standardizzazione e comparabilità e su migliori metodi di valutazione.

### **Iniziative della Commissione**

Sullo sfondo della *roadmap* definita dall'ECOFIN il 4 ottobre 2007 e del G7 sul Financial Stability Forum, la Commissione ha dato il via a varie iniziative per far fronte alle manchevolezze divenute evidenti durante l'attuale crisi del credito. Tra queste iniziative, la Commissione ha emesso – sulla base del parere di CEBS e ESME - una proposta per rivedere il CRD al fine di rafforzare la stabilità finanziaria, di ridurre l'esposizione al rischio e di migliorare la supervisione delle attività transfrontaliere delle banche. Questa proposta include anche regole più severe riguardanti la gestione del rischio per i prodotti cartolarizzati obbligando i creditori originari, gli *originators*, a mantenere alcune esposizioni al rischio per questi titoli e gli investitori a condurre un'adeguata *due diligence* prima di accedere all'investimento. Inoltre, la Commissione ha adottato un Regolamento che ha cambiato gli standard contabili al fine di mitigare le conseguenze della crisi finanziaria consentendo alle società di riclassificare assets dalla categoria detenuta per la negoziazione o *held-for-trading* alla categoria detenuta fino a scadenza o *held-to-maturity*. Gli istituti finanziari della EEA – come le loro controparti USA – non dovranno più quindi rispecchiare le fluttuazioni del mercato nei loro rendiconti finanziari. Inoltre, la Commissione ha pubblicato il 12 novembre 2008 una proposta per una Regolamentazione del Parlamento Europeo e del Consiglio con una nuova struttura normativa per le CRA che assicuri, tra l'altro, una registrazione e una sorveglianza efficace delle stesse.

In merito ai derivati sul credito, la Commissione ha recentemente costituito un „Gruppo di lavoro sui Derivati“ con la partecipazione di rappresentanti di CESR, CEBS e CEIOPS, il quale dovrebbe fornire un piano dettagliato per stabilire una o più soluzioni di compensazione con controparte centrale o CCP per i contratti CDS sino alla fine del 2008. Questo lavoro prenderà in considerazione alcune delle questioni legate alla trasparenza del mercato dei CDS ed in particolare le preoccupazioni circa l'assenza d'informazioni sulle esposizioni specifiche delle società. Alla luce di ciò, alcune *exchanges and clearing houses* in Europa e negli USA hanno annunciato il loro interesse a introdurre una Controparte Centrale (*CCP*) globale e/o regionale per i CDS.

### **Iniziativa globale congiunta per ripristinare la fiducia nei mercati della cartolarizzazione e del credito strutturato**

Un'iniziativa congiunta globale ha cercato di identificare e di classificare per ordine di priorità gli aspetti chiave per una ripresa del mercato, conducendo più di 100 interviste e più di 400 sondaggi

tra i *player* del mercato della cartolarizzazione. L'elenco seguente espone, per ordine di importanza, i pareri degli *stakeholders*:

divulgazione delle informazioni sugli assets sottostanti;

fiducia nelle metodologie di valutazione di dati e ipotesi;

fiducia nelle metodologie di valutazione delle individual securities;

divulgazione dell'underwriting collaterale e delle pratiche di messa in essere;

allineamento degli incentivi sul livello dell'originator

standardizzazione e semplificazione della documentazione;

allineamento degli incentivi sul livello delle agenzie di rating; e

divulgazione pubblica dei prezzi di negoziazione effettivi delle individual securities.

### **Raccomandazioni per migliorare le pratiche chiave del mercato:**

Aumentare e migliorare l'informativa iniziale e su base continuativa sugli RMBS non-agency USA e sugli RMBS europei in un formato più facilmente accessibile e più standardizzato;

Stabilire standard di mercato per la *core industry* relativi alle pratiche di divulgazione di due diligence e di assicurazione della qualità per gli RMBS;

Rafforzare e standardizzare le dichiarazioni e le garanzie nonché le procedure di riacquisto per gli RMBS;

Sviluppare norme standard su scala industriale per il pagamento degli RMBS e la valutazione della prestazione del prestatore;

Ampliare e migliorare valutazioni indipendenti e di terzi e migliorare l'infrastruttura di valutazione e il processo di contribuzione per tipi specifici di cartolarizzazione e di prodotti strutturati; e

Ripristinare la fiducia del mercato nelle CRA accrescendo la trasparenza del processo delle CRA.

### **Raccomandazioni per tutelarsi proattivamente da eventuali crisi future:**

Costituire un Gruppo Globale dei Mercati di Cartolarizzazione che renda conto pubblicamente dello stato del mercato e dei cambiamenti nelle pratiche del mercato; e

Stabilire e migliorare programmi educativi destinati a dirigenti ed executives con una veduta sui gruppi di credito cartolarizzati e strutturati, come pure su investitori con una notevole esposizione verso questi prodotti.

### **Iniziative di trasparenza da parte di singoli *stakeholders***

Raccogliendo l'appello per una disponibilità più centralizzata dell'informazione sugli ABS quotati da parte della *EU Industry Initiative*, la Irish Stock Exchange (ISE) ha lanciato a metà luglio 2008 un nuovo servizio di trasparenza per favorire le informazioni sugli ABS quotati alla ISE. Gli *issuers* saranno in grado di rendere disponibili al pubblico via il sito web dell'ISE prospetti, relazioni

dell'investitore, documenti complementari quali *indentures*, *collateral*, *swap* e altri accordi relativi come pure i rendiconti finanziari.

## **Sezione 7 Conclusioni**

224. Benché un'insufficiente trasparenza post-negoziazione possa non essere stato il motivo principale della recente crisi del mercato e benché una maggiore trasparenza post-negoziazione non sia in grado, come unica misura, di risolvere i vari problemi del mercato finanziario strutturato, il CESR ritiene che l'informativa post-negoziazione svolga un ruolo anche in questi mercati. Tuttavia, il livello di trasparenza adeguato dovrebbe essere calibrato prendendo in considerazione i relativi strumenti, i loro metodi di negoziazione nonché i partecipanti del mercato attivi nei mercati di questi stessi strumenti. Alla luce di quanto sopra, il CESR è particolarmente interessato a ricevere pareri da parte dei partecipanti del mercato su qualsiasi motivo tecnico, di impatto del mercato o di efficienza che possa limitare l'introduzione di una struttura di trasparenza post-negoziazione anche per questi strumenti. Coloro che risponderanno a questa richiesta di consulenza sono invitati ad argomentare le loro opinioni con relative prove.

225. Un'utile informativa post-negoziazione potrebbe includere per lo meno il nome dell'emittitore e il nome della tranche, il volume, il prezzo e la data della transazione. Ma data la varietà di prodotti finanziari strutturati, potrebbe anche essere pertinente esaminare informazioni diverse da prezzo, volume e data della transazione, come le caratteristiche del portafoglio e la classe dell'asset.

## **Mercati Cartolarizzati**

### **Titoli ABS**

In termini di trasparenza post-negoziazione, vi sono poche informazioni sulla maggior parte dei titoli finanziari strutturati. I partecipanti del mercato attribuiscono ciò all'assenza di un mercato secondario costituito per questi titoli in quanto la maggior parte degli investitori di ABS seguono una strategia di buy-and-hold, con scambi eseguiti bilateralmente tra l'investitore e la banca dealer. Di conseguenza, per molti tipi di prodotti, i prezzi di transazione effettivi non vengono pubblicati in modo organizzato o centralizzato, benché i partecipanti del mercato indichino che le dealer banks hanno accesso a queste informazioni.

Il CESR sta valutando se l'informativa post-negoziazione (ossia prezzo, volume ecc.) può svolgere un ruolo nel mercato secondario degli ABS europeo per sostenere la formazione del prezzo, rafforzare le pratiche di valutazione e fornire informazioni supplementari sull'entità dei trasferimenti del rischio di credito. A tal fine, il CESR vorrebbe ottenere i pareri dei partecipanti del mercato sui seguenti aspetti.

Domande ai partecipanti del mercato:

Q32: Quali ritenete siano i vantaggi e/o gli svantaggi di un regime di trasparenza post-negoziato per gli ABS? Si prega di argomentare con prove e di spiegare come si potrebbe mitigare i possibili svantaggi.

Q33: Pensate che sia auspicabile una trasparenza post-negoziato per tutti i tipi di ABS? Se no, potete spiegare quali tipi di strumenti/tranches (es. AAA RMBS) dovrebbero essere oggetto di una trasparenza post-negoziato?

Q34: Sarebbe sensato segmentare un regime di trasparenza post-negoziato tra "ABS ad alta liquidità" (vale a dire prodotti *commoditised*, strutture standardizzate, maggiore qualità del credito e *collateral* omogeneo) e "ABS a bassa liquidità" (vale a dire prodotti *bespoke*, strutture non-standardizzate, minore qualità del credito, *collateral* eterogeneo)? In tal caso, potete spiegare cosa si potrebbe considerare degli ABS a bassa liquidità?

Q35: Quali informazioni di post-negoziato dovrebbero essere pubblicate? Oltre alle informazioni sul prezzo al quale è stata eseguita la transazione, sul volume e sull'ora della transazione, vi sarebbero vantaggi nel pubblicare informazioni sulla composizione del portafoglio, sulla asset class, sull'interesse iniziale (acquirente o venditore)? Vi sono altre informazioni che potrebbero essere pertinenti?

Q36: Quando dovrebbe essere pubblicata l'informativa post-negoziato? Dovrebbe essere pubblicata subito dopo la conclusione di una transazione? Si prega di argomentare logicamente.

Q37: Ritenete che un regime di trasparenza post-negoziato debba o possa essere realizzato unitamente ad altri interventi normativi al contempo (vale a dire relativamente alla qualità dell'informativa sugli assets sottostanti, alla standardizzazione del reporting)?

Q38: Vorreste aggiungere altre osservazioni sul lavoro del CESR riguardo all'esigenza di una trasparenza post-negoziato per gli ABS?

### **Le Collateral Debt Obligations**

Il CESR rileva che la determinazione del prezzo delle CDO europee è tra i compiti più difficili per gli utenti e i partecipanti del mercato. Per lo più i *trader* si riferiscono a prezzi consensuali/indicativi piuttosto che ai prezzi della "transazione eseguita". I *traders* fanno riferimento anche a vari benchmarks che servono a valutare le quotazioni/prezzi. Questi benchmarks possono basarsi su i) quotazioni esterne applicabili ai bonds/alle classi di bonds o asset/alle classi di asset o ii) modelli di valutazione pura che servono da *mark to market* uno specifico asset. Per i CDO sintetici, i *trader* possono anche far riferimento a strumenti dedicati (es: Totem) che consentono ai *trader* di utilizzare la *proxy pricing* per diverse tranches, portafogli, *maturities*, dispersioni dello *spread*, ecc.

Il CESR sta valutando se l'informativa post-negoziatore (vale a dire prezzi, volume ecc.) può svolgere un ruolo nel mercato secondario delle CDO europeo per sostenere la formazione del prezzo, rafforzare le pratiche di valutazione e fornire informazioni supplementari sull'entità dei trasferimenti del rischio di credito.

Domande

### **Asset Backed Commercial Papers**

Benché gli investitori di tipo conservativo, sul breve periodo, si preoccupino più della preservazione del capitale che dei ritorni, il CESR ritiene che la trasparenza post-negoziatore nel mercato secondario possa aiutarli a valutare le loro esposizioni sul breve periodo soprattutto durante i tempi di incertezza.

Inoltre, i fondi del mercato monetario devono potere soddisfare il riscatto in ogni momento. Vi sono state preoccupazioni che gli investitori – che possono avere minore familiarità con gli ABCP – possano emettere fondi in base agli eventi del mercato e ai titoli dei giornali. Un accresciuto livello di trasparenza post-negoziatore sul mercato secondario degli ABCP può servire a prevenire questo tipo di comportamento da parte dell'investitore.

Il CESR sta valutando se l'informativa post-negoziatore (come prezzi e volume) può svolgere un ruolo nel mercato secondario europeo degli ABCP (sempre che esista) per sostenere la formazione del prezzo, rafforzare le pratiche di valutazione e fornire informazioni supplementari sull'entità dei trasferimenti del rischio di credito.

### **Credit Default Swaps**

Gli spread dei CDS sono alquanto ampiamente disponibili sul mercato per una gamma alquanto estesa di entità di riferimento e, diversamente da altre classi di beni, la recente crisi del mercato non ha avuto lo stesso impatto sulla liquidità dei CDS per le entità europee *investment grade*. Gli spread CDS sono spesso usati come benchmarks.

Come per i mercati cartolarizzati, il CESR riconosce il particolare ruolo svolto dai prezzi medi/consensuali per il mercato dei derivati sul credito. Cionostante, il CESR sta valutando la misura in cui l'informativa di post-negoziatore (quale prezzi e volume) possa svolgere un ruolo nel mercato europeo dei CDS per sostenere la formazione del prezzo, rafforzare le pratiche di valutazione e fornire informazioni supplementari sull'entità dei trasferimenti del rischio di credito.