



**COUNCIL OF  
THE EUROPEAN UNION**

**Brussels, 24 March 2011**

**8201/11**

---

**Interinstitutional File:  
2010/0251 (COD)**

---

**EF 39  
ECOFIN 165  
CODEC 505  
INST 178  
PARLNAT 101**

**COVER NOTE**

---

|                  |                                     |
|------------------|-------------------------------------|
| from:            | Il Senato della Repubblica Italiana |
| date of receipt: | 24 March 2011                       |
| to:              | President of the European Council   |

---

|          |   |
|----------|---|
| Subject: | Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on<br>Short Selling and certain aspects of Credit Default Swaps<br>[doc. 13840/10 EF 115 ECOFIN 539 CODEC 870 - COM(2010) 482 final]<br><i>- Opinion<sup>1</sup> of the application of the principles of Subsidiarity and Proportionality</i> |
|----------|---|

---

Delegations will find attached the above mentioned opinion.

Encl.:

---

<sup>1</sup> This opinion is available in English on the parliamentary EU information exchange site (IPEX) at the following address: <http://www.ipex.eu/ipex/cms/home/Documents/pid/10>

*Senato della Repubblica*  
*Il Presidente*

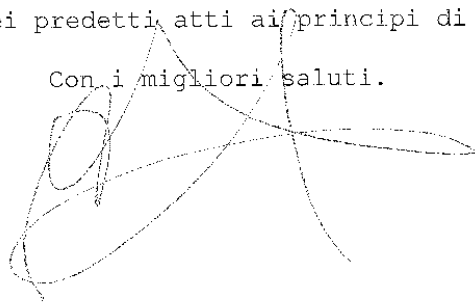
Roma, 22 MAR. 2011  
Prot. n. 535/OC

Signor Presidente,

mi è gradito inviarLe il testo della risoluzione approvata dalla Commissione Finanze e tesoro del Senato della Repubblica italiana a conclusione dell'esame della proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo alle vendite allo scoperto e ai credit default swap (COM (2010) 482 definitivo).

Tale risoluzione reca osservazioni in merito alla conformità dei predetti atti ai principi di sussidiarietà e proporzionalità.

Con i migliori saluti.



Allegato: 1

Signor Viktor Orbán  
Presidente del Consiglio dell'Unione europea

1048 BRUXELLES

# SENATO DELLA REPUBBLICA

XVI LEGISLATURA

Doc. XVIII  
n. 83

## RISOLUZIONE DELLA 6<sup>a</sup> COMMISSIONE PERMANENTE

(Finanze e tesoro)

(Estensore CONTI)

*approvata nella seduta del 10 marzo 2011*

SULLA

**PROPOSTA DI REGOLAMENTO DEL PARLAMENTO EUROPEO E  
DEL CONSIGLIO RELATIVO ALLE VENDITE ALLO SCOPERTO  
E AI *CREDIT DEFAULT SWAP* (COM (2010) 482 DEFINITIVO)**

*ai sensi dell'articolo 144, commi 1 e 6, del Regolamento*

Comunicata alla Presidenza l'11 marzo 2011

TIPOGRAFIA DEL SENATO (500)

## INDICE

|   |      |   |
|---|------|---|
| Testo della risoluzione .....                             | Pag. | 3 |
| Parere della 14 <sup>a</sup> Commissione permanente ..... | »    | 5 |

La Commissione, esaminata, ai sensi dell'articolo 144 del Regolamento, la proposta di regolamento COM (2010) 482 definitivo del Parlamento europeo e del Consiglio relativo alle vendite allo scoperto e ai *credit default swap*, sottoposta al parere motivato sulla sussidiarietà, esprime sotto tale riguardo parere favorevole essendo la proposta di regolamento conforme al principio di sussidiarietà, in quanto il carattere transfrontaliero dei problemi connessi alle vendite allo scoperto impone l'adozione di una legislazione di base a livello dell'Unione, ed eventuali risposte divergenti da parte dei singoli Stati membri alle questioni relative alle vendite allo scoperto porrebbero il rischio di una certa arbitrarietà, inducendo gli investitori ad aggirare le restrizioni vigenti in una giurisdizione effettuando le operazioni in un'altra.

Premesso:

che le vendite allo scoperto, in condizioni ordinarie di mercato, contribuiscono a una maggiore efficienza dei mercati, in quanto garantiscono liquidità e permettono di porre rimedio ai casi di eccessiva valutazione di determinati titoli;

che le vendite allo scoperto comportano tuttavia rischi di carattere sistemico e che il ricorso a tale tipo di operazione è attualmente vietato se rientrando in strategie scorrette in base alla normativa comunitaria sugli abusi di mercato;

che resta, allo stato attuale, non soggetto a regolamentazione il caso delle vendite allo scoperto compiute in assenza di strategie scorrette;

che appare opportuno valutare una tipologia di regolamentazione che faccia tesoro dell'esperienza della crisi finanziaria iniziata nel 2008 circa i rischi di carattere sistemico.

La Commissione esprime nel merito perplessità non tanto per le finalità sottese all'intervento regolatorio, quanto piuttosto per la strumentazione adottata e per i possibili trasferimenti di autonomia decisionale da parte dei singoli Stati membri su questioni di particolare rilevanza nella regolazione dei mercati finanziari.

La Commissione sottolinea come sarebbe opportuno, tanto nell'impianto definitorio quanto nella parte regolativa del provvedimento, introdurre una distinzione più netta tra i diversi strumenti oggetto di vendita allo scoperto, al fine di dare maggiore efficacia all'intervento regolatorio volto a controllare strettamente i comportamenti speculativi. In particolare potrebbe valutarsi l'ipotesi che siano esclusi dalla disciplina in oggetto i titoli di Stato. In subordine, appare necessario prevedere procedure nettamente distinte a seconda che gli strumenti oggetto di vendita allo scoperto siano azioni o titoli di Stato, lasciando agli Stati membri un maggior margine operativo nella gestione delle disposizioni relative ai secondi, anche

in considerazione dell'incidenza delle vendite allo scoperto e della loro regolamentazione sulla struttura e l'evoluzione del debito pubblico.

La Commissione rileva altresì come gli obblighi di notifica connessi a vendite allo scoperto, e le relative soglie, costituiscano materia estremamente delicata, e auspica che, nel corso dell'*iter* europeo della proposta in esame, si preservi il massimo equilibrio tra le legittime esigenze di trasparenza cui la proposta stessa intende fornire una risposta e la necessità di non introdurre elementi di turbativa dei mercati.

Sottolinea infine come la proposta di regolamento preveda un ampio ricorso alla delega legislativa, come disciplinata dall'articolo 290 del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea. Tale delega, conferita alla Commissione a tempo indeterminato e con criteri eccessivamente generici, consente di modificare le definizioni stesse della direttiva (a partire dalle condizioni in base alle quali si può ritenere che una persona fisica o giuridica possieda uno strumento finanziario ai fini della definizione di vendita allo scoperto), come anche le soglie di notifica alle autorità di regolamentazione e al pubblico di determinate categorie di vendite allo scoperto.

Considerata la delicatezza della materia e l'invasività e la rilevanza degli interventi oggetto di delega, la stessa non dovrebbe essere concessa a tempo indeterminato, e ne andrebbero meglio precisati, con particolare riferimento ai due casi sopra elencati, i principi ispiratori e i limiti.

In conclusione la Commissione auspica la ricerca di un maggiore contemperamento tra le esigenze di regolazione, i vincoli di trasparenza e la libera operatività dei mercati finanziari, con particolare attenzione alla gestione dei titoli di Stato.

**PARERE DELLA 14ª COMMISSIONE PERMANENTE**  
(POLITICHE DELL'UNIONE EUROPEA)

(Estensore: FONTANA)

9 novembre 2010

La Commissione, esaminato l'atto COM (2010) 482 definitivo,

considerato che esso mira a proporre misure adeguate sulle operazioni di vendita allo scoperto e sui *credit default swap* (CDS), in linea con quanto previsto dalla comunicazione della Commissione europea del 2 giugno 2010 «Regolamentare i servizi finanziari per garantire una crescita sostenibile»(COM(2010)301);

considerato che la vendita allo scoperto (*short selling*), pur contribuendo in condizioni normali a rendere i mercati più efficienti, garantendo liquidità, riducendo spesso le bolle dei prezzi e fungendo da indicatore tempestivo di eventuali problemi sottostanti relativi a un emittente di titoli, può comportare, in condizioni estreme di mercato, una serie di rischi potenziali, a partire da un'eccessiva spirale al ribasso dei prezzi;

tenuto conto che la proposta interagisce, integra e completa la legislazione già vigente in materia, e in particolare le direttive 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 28 gennaio 2003, sugli abusi di mercato, 2004/109/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 dicembre 2004, sugli obblighi di trasparenza, e 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 21 aprile 2004, sui mercati degli strumenti finanziari;

tenuto conto infine che la proposta rappresenta il risultato di un intenso dialogo e di consultazioni con tutte le principali parti in causa, tra cui le autorità di regolamentazione dei valori mobiliari e i partecipanti al mercato, e che sulla stessa si è svolta, nei mesi di giugno e luglio 2010, una consultazione pubblica cui hanno contribuito, tra gli altri, il Ministero dell'economia e delle finanze e la Banca d'Italia;

formula, per quanto di competenza, osservazioni favorevoli, con i seguenti rilievi:

la base giuridica delle proposte di regolamento appare correttamente individuata nell'articolo 114 del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea (TFUE), relativo al ravvicinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative degli Stati membri che hanno per

oggetto l'instaurazione del mercato interno, materia per la quale è prevista la procedura legislativa ordinaria;

la proposta di regolamento risulta conforme al principio di sussidiarietà, in quanto il carattere transfrontaliero dei problemi connessi alle vendite allo scoperto impone l'adozione di una legislazione di base a livello dell'Unione, ed eventuali risposte divergenti da parte dei singoli Stati membri alle questioni relative alle vendite allo scoperto porrebbero il rischio di una certa arbitrarietà, inducendo gli investitori ad aggirare le restrizioni vigenti in una giurisdizione effettuando le operazioni in un'altra;

la proposta di regolamento risulta conforme al principio di proporzionalità in quanto pienamente congrua agli obiettivi che intende perseguire;

nel merito, si sottolinea come sarebbe opportuno, tanto nell'impianto definitorio quanto nella parte regolativa del provvedimento, introdurre una distinzione più netta tra i diversi strumenti oggetto di vendita allo scoperto. Più in particolare, sarebbe necessario prevedere procedure almeno in parte distinte a seconda che gli strumenti oggetto di vendita allo scoperto siano azioni o titoli di Stato, lasciando agli Stati membri un maggior margine operativo nella gestione delle disposizioni relative ai secondi, anche in considerazione dell'incidenza delle vendite allo scoperto e della loro regolamentazione sulla struttura e l'evoluzione del debito pubblico;

si rileva altresì come gli obblighi di notifica connessi a vendite allo scoperto, e le relative soglie, costituiscano materia estremamente delicata, e si auspica che, nel corso dell'*iter* europeo della proposta, si preservi il massimo equilibrio tra le legittime esigenze di trasparenza cui la proposta stessa intende fornire una risposta e la necessità di non introdurre elementi di turbativa dei mercati;

si sottolinea infine come la proposta di regolamento preveda un ampio ricorso alla delega legislativa, come disciplinata dall'articolo 290 del TFUE. Tale delega, conferita alla Commissione a tempo indeterminato e con criteri eccessivamente generici, consente di modificare le definizioni stesse della direttiva (a partire dalle condizioni in base alle quali si può ritenere che una persona fisica o giuridica possieda uno strumento finanziario ai fini della definizione di vendita allo scoperto), come anche le soglie di notifica alle autorità di regolamentazione e al pubblico di determinate categorie di vendite allo scoperto;

considerata la delicatezza della materia e l'invasività e la rilevanza degli interventi oggetto di delega, la stessa non dovrebbe essere concessa a tempo indeterminato, e ne andrebbero meglio precisati, con particolare riferimento ai due casi sopra elencati, i principi ispiratori e i limiti.