

in riferimento agli artt. 3, 24, 76, 97, co. 1, Cost., da Cons. St., ord. 5-7-2002, nella parte in cui la norma preclude in modo assoluto ed astratto l'accessibilità di notizie, informazioni e dati in possesso della Consob in ragione della sua attività di vigilanza. ■ Pur a fronte delle pronunce rese dalla Corte Cost., appare incerta la natura assoluta del segreto, in quanto esso si scontra con la necessità dell'accessibilità degli atti amministrativi, in particolare in ambito di difesa penale e da sanzioni disciplinari (SCOGNAMIGLIO, *Comm. Campobasso*, 35 s.; CARBIGNONE, MONTEDORO, *op. cit.*, 1039

ss.; STELLA, *L'enforcement*, 440 s.; ANNUNZIATA, 50 ss.; TROISE, *Il potere sanzionatorio*, 212 ss.; GASPARI, *op. cit.*, 139 s.). ■ Il segreto d'ufficio vincola altresì i dipendenti della Consob, nonché i consulenti e gli esperti dei quali l'Authority si avvale, come dispone il co. 12. In particolare i dipendenti, nell'esercizio delle funzioni di vigilanza, sono pubblici ufficiali e sui medesimi grava l'obbligo di riferire in via esclusiva alla Commissione tutte le irregolarità constatate, anche quando integrino ipotesi di reato, essendo compito di quest'ultima la comunicazione all'autorità giudiziaria.

**4 bis** Individuazione dell'autorità competente e delle autorità competenti settoriali ai fini del regolamento (CE) n. 1060/2009, e successive modificazioni, relativo alle agenzie di rating del credito. **1.** La Consob è l'autorità competente ai sensi dell'articolo 22 del regolamento (CE) n. 1060/2009 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 settembre 2009, relativo alle agenzie di rating del credito, ed esercita i poteri previsti dal predetto regolamento.

**2.** La Consob, la Banca d'Italia, l'Irass e la COVIP sono le autorità settoriali competenti, ai sensi dell'articolo 3, paragrafo 1, lettera r), del regolamento di cui al comma 1. Le predette autorità collaborano tra loro e si scambiano informazioni, anche sulla base di appositi protocolli d'intesa.

**SOMMARIO:** I. Origine ed evoluzione della norma. - II. La Consob quale autorità competente. - III. Le autorità settoriali competenti.

**I.1. Origine ed evoluzione della norma.** ■ La norma è stata inserita nel t.u. dall'art. 1 del d. lgs. n. 176 del 5-10-2010, che ha dato attuazione al reg. CE n. 1060/2009 (c.d. CRA I) relativo alle agenzie di rating del credito (Pre-2 str., voce *Rating*, in *Enc. D.* 2014, 855). ■ L'attuale versione della norma è frutto della modifica operata dall'art. 1, co. 2, d. lgs. n. 66 del 7-5-2015, contenente, fra l'altro, le norme per l'adeguamento alle disposizioni del reg. UE 462/2013, che ha modificato il regolamento reg. CE n. 1060/2009.

**II. La Consob quale autorità competente.**  
**1** ■ La nomina della Consob quale «autorità competente» nel co. 1 dell'articolo in commento risponde all'obbligo di designazione dettato dall'art. 22, par. 1, reg. CE n. 1060/2009 (ENRIQUES, GARGANTINI, *Regolamentazione dei mercati finanziari*, in *Age* 2010, 488 s.; PARMEGGIANI, *I problemi regolatori del rating*, in *Bis* 2010, 474 ss.). ■ Il par. 2 dell'art. 22 del reg. CE n. 1060/2009 impone, inoltre, che la Consob, quale «autorità competente», si doti «del personale necessario, sul piano della consistenza numerica e delle competenze, per poter applicare il presente regolamento».

ss.; STELLA, *L'enforcement*, 440 s.; ANNUNZIATA, 50 ss.; TROISE, *Il potere sanzionatorio*, 212 ss.; GASPARI, *op. cit.*, 139 s.). ■ Il segreto d'ufficio vincola altresì i dipendenti della Consob, nonché i consulenti e gli esperti dei quali l'Authority si avvale, come dispone il co. 12. In particolare i dipendenti, nell'esercizio delle funzioni di vigilanza, sono pubblici ufficiali e sui medesimi grava l'obbligo di riferire in via esclusiva alla Commissione tutte le irregolarità constatate, anche quando integrino ipotesi di reato, essendo compito di quest'ultima la comunicazione all'autorità giudiziaria.

■ L'art. 22 del reg. CE n. 1060/2009 rappresenta una delle poche norme non modificate dagli interventi riformatori operati sul suddetto reg.: a tal proposito occorre ricordare i cambiamenti apportati dal reg. UE 513/2011 (c.d. CRA II), dalla dir. 2011/61/UE, dal già citato reg. UE 462/2013 (c.d. CRA III), dalla dir. 2014/51/UE, nonché, infine, dal reg. UE 2402/2017. ■ L'istituzione dell'Authority europea degli strumenti finanziari e dei mercati (AESSEFM), istituita con reg. UE 1095/2010, ha avuto l'effetto di ridimensionare il compito delle «autorità competenti» nazionali nel monitoraggio delle agenzie di rating; a tal proposito le maggiori modifiche sono state apportate dal reg. UE 513/2011 e dal reg. UE 462/2013 (RISPOLI FARINA, *Profilo evolutivo del rating*, in PRINCEP, *Le agenzie di rating*, 314; MONTALENTI, *Le agenzie di rating*, in *op. ult. cit.*, 391 ss.; LAMANDINI, *La vigilanza diretta dell'Esna*, in *G. comm.* 2017, 453 s.; GASPARI, *Comm. Finanzi.*, 158 s.; PALMERI, *Comm. Vella*, 74 s.). ■ Fra i poteri di maggior importanza che la Consob può esercitare quale «autorità competente», l'art. 20, par. 2, reg. CE n. 1060/2009 annovera quello di richie-

re all'AESSEFM di valutare se siano soddisfatte le condizioni per la revoca della registrazione dell'agenzia di rating del credito interessata qualora ravvisi che tali condizioni non siano più sussistenti. ■ La collaborazione fra l'AESSEFM e la Consob può assumere la forma del coinvolgimento nelle indagini che la prima può compiere sul territorio nazionale ai sensi dell'art. 23 *quater*, par. 4, reg. CE n. 1060/2009, oppure in occasione di ispezioni ai sensi del successivo art. 23 *quinqües*, par. 5, che possono anche essere delegate ai sensi del seguente par. 6. ■ In ogni caso, ai sensi dell'art. 24, par. 5, reg. CE n. 1060/2009, l'AESSEFM si impegna a comunicare senza ritardo ogni misura di vigilanza adottata anche alla Consob, in concomitanza con la notifica all'agenzia di rating interessata dal provvedimento. ■ La collaborazione fra Consob e AESSEFM è sancita dallo specifico obbligo di cooperazione imposto dall'art. 26, par. 1, reg. CE n. 1060/2009. ■ Collegato a tale obbligo si pone il dovere, previsto dal successivo art. 27, par. 1, reg. CE n. 1060/2009 di comunicare senza ritardo le informazioni richieste ai fini dell'esercizio delle funzioni assegnate dal reg. 10 e della legislazione settoriale pertinente. ■ Il ruolo normalmente «ancillare» di Consob nello svolgimento dei compiti di vigilanza da parte di AESSEFM può mutare laddove quest'ultima deleghi l'esercizio delle proprie funzioni all'«autorità competente» ai sensi dell'art. 30 reg. CE n. 1060/2009, in particolare, il par. 1 dispone che, se necessario, ai fini del corretto esercizio di un'attività di vigilanza, l'Authority europea possa delegare specifici compiti di vigilanza alla Consob. ■ Fra i compiti delegabili sono previsti specificatamente il potere di chiedere informazioni ai sensi dell'art. 23 *ter* del reg. CE n. 1060/2009, nonché quello di condurre indagini e ispezioni *in loco* ai sensi dell'art. 23 *quinqües*. ■ Ai fini dello svolgimento dei compiti delegati dall'AESSEFM, la Consob è chiamata ad applicare le Linee guida e raccomandazioni approvate da AESSEFM n. 2011/188 del 10.1.2012 in tema di cooperazione, compresa l'eventuale delega, fra AESSEFM, autorità competenti e autorità settoriali competenti ai sensi del reg. UE n. 513/2011. ■ Un ruolo attivo della Consob nell'attuazione della vigilanza in merito alle attività svolte dalle agenzie di rating discende dal potere che l'Authority nazionale ha di informare l'AESSEFM qualora ritenga che siano in atto o siano state compiute attività contrarie alle disposizioni del reg. sul territorio nazionale o su quello di un altro Stato membro ai sensi dell'art. 31, par. 1, reg. CE n. 1060/2009;

se ritenuto opportuno a fini d'indagine, la Consob può anche suggerire di valutare l'esigenza di avvalersi dei poteri di acquisire informazioni, oppure di condurre indagini e ispezioni *in loco* nei confronti dell'agenzia di rating del credito coinvolta. ■ L'art. 31, par. 2, 14 reg. CE n. 1060/2009 dispone, inoltre, che la Consob, alla luce della notifica effettuata, possa richiedere all'AESSEFM la sospensione dell'uso dei giudizi emessi dalla agenzia di rating registrata a fini regolamentari, quando quest'ultima violi gli obblighi derivanti dal presente regolamento e tali violazioni siano sufficientemente gravi e ripetute da produrre effetti significativi sulla tutela degli investitori o sulla stabilità del sistema finanziario nazionale. ■ Ai sensi dell'art. 32, par. 1, reg. CE n. 1060/2009, la Consob, ai pari dell'AESSEFM e il relativo personale sono tenuti al segreto professionale. ■ Ai sensi dell'art. 32, par. 2, 16 reg. CE n. 1060/2009, le informazioni acquisite o scambiate dai suddetti soggetti debbono essere considerate informazioni riservate.

**III. Le autorità settoriali competenti.** ■ Come è precisato dal co. 2 dell'art. in commento Consob, Banca d'Italia, IRASS e COVIP sono le «autorità settoriali competenti» ai sensi dell'art. 3, par. 1, lett. r), reg. CE n. 1060/2009, ossia le autorità nazionali designate ai sensi della legislazione settoriale rilevante per la vigilanza di enti creditizi, di imprese di investimento, di enti creditizi, di imprese di investimento, di enti pensionistici aziendali o professionali, di società di gestione, di società di investimento, di gestori di fondi di investimento alternativi, di controparti centrali e di prospetti (PRESTI, *op. cit.*, 856). ■ Poiché, ai sensi dell'art. 4, par. 1, 2 reg. CE n. 1060/2009, gli enti creditizi, le imprese di investimento, le imprese di assicurazione, le imprese di riassicurazione, gli enti pensionistici aziendali o professionali, le società di gestione, le società di investimento, i gestori di fondi di investimento alternativi e le controparti centrali possono utilizzare a fini regolamentari i giudizi emessi da agenzie di rating del credito stabilite nell'UE, e registrate conformemente al reg. (LURANO DI SCORPANELLO, *Le agenzie di rating*, 107 ss.; MONTALENTI, *op. cit.*, 393 ss.), il successivo art. 5 *bis*, par. 2, reg. CE n. 1060/2009 dispone che le «autorità settoriali competenti» sono incaricate della vigilanza di tali agenzie, tenendo conto della natura, della portata e della complessità delle loro attività, controllando altresì l'adeguatezza delle loro procedure di valutazione del rischio di credito, nonché valutando l'utilizzo di riferimenti contrattuali ai rating

del credito e, se del caso, incoraggiando a ridurre l'incidenza di tali riferimenti con l'obiettivo di ridurre l'affidamento esclusivo e meccanico ai rating del credito, in linea con la specifica legislazione settoriale (sul rischio della «*over-reliance*» concessa ai giudici v. l'analisi di SZEGO e GOBO, *Rating mercato e regolatori*, in *Age* 2012, 335 ss.). ■ Come previsto esplicitamente dall'art. 25 bis, par. 1, reg. CE n. 1060/2009 le «*autorità settoriali competenti*» hanno la responsabilità di vigilare e garantire l'applicazione dell'art. 4, par. 1, reg. CE n. 1060/2009. ■ Ai sensi dell'art. 18, par. 2, reg. CE n. 1060/2009 l'AESFEM è tenuta a comunicare alle «*autorità settoriali competenti*» ogni decisione di registrazione, di rifiuto della registrazione o di revoca della registrazione e pubblicazione dell'elenco delle 5 agenzie di rating del credito registrate. ■ Ai sensi dell'art. 21, par. 2, reg. CE n. 1060/2009 l'AESFEM è tenuta a favorire la cooperazione con le «*autorità settoriali competenti*» grazie all'adozione di linee guida: a tal proposito l'*Authority* ha adottato le Linee guida e raccomandazioni approvate da AESFEM n. 2011/188 del 10.1.2012 in merito di cooperazione, compresa la delega, fra AESFEM, autorità competenti e autorità settoriali com-

petenti ai sensi del reg. UE n. 513/2011, già in precedenza richiamate (MACCIARELLA, *Le responsabilità da rating*, in *Bis* 2018, 172 s.). ■ Anche nei confronti delle «*autorità settoriali competenti*», l'AESFEM si impegna a comunicare senza ritardo ogni misura di vigilanza adottata in concomitanza con la notifica all'agenzia di rating interessata dal provvedimento ai sensi dell'art. 24, par. 5, reg. CE n. 1060/2009. ■ La collaborazione fra le «*autorità settoriali competenti*» e AESFEM è ulteriormente rafforzata dallo specifico obbligo di cooperazione previsto dall'art. 26, par. 1, reg. CE n. 1060/2009. ■ Connesso a questo dovere si colloca l'obbligo imposto dall'art. 27, par. 1, reg. CE n. 1060/2009 di comunicare senza ritardo le informazioni richieste ai fini dell'esercizio delle funzioni assegnate alle «*autorità settoriali competenti*» dal reg. e dalla legislazione settoriale pertinente. ■ Analogamente a quanto previsto per la sola Consob quale «*autorità competente*», ai sensi dell'art. 32, par. 1 e 2, reg. CE n. 1060/2009 anche le «*autorità settoriali competenti*» e il relativo personale sono tenuti al segreto professionale e le informazioni acquisite o scambiate dai suddetti soggetti sono considerate informazioni riservate.

**4 ter** Individuazione delle autorità nazionali competenti ai sensi del regolamento (UE) n. 236/2012 relativo alle vendite allo scoperto e a taluni aspetti dei contratti derivati aventi ad oggetto la copertura del rischio di inadempimento dell'emittente (credit default swap). 1. Il Ministero dell'economia e delle finanze, la Banca d'Italia e la Consob sono le autorità nazionali competenti ai sensi del regolamento (UE) n. 236/2012 relativo alle vendite allo scoperto e a taluni aspetti dei contratti derivati aventi ad oggetto la copertura del rischio di inadempimento dell'emittente (credit default swap), secondo quanto disposto dai commi seguenti.

2. La Consob e l'autorità competente per ricevere le notifiche, attuare le misure ed esercitare le funzioni e i poteri previsti dal regolamento di cui al comma 1 con riferimento a strumenti finanziari diversi dai titoli del debito sovrano e credit default swap su emittenti sovrani.

3. Salvo quanto previsto dal comma 4, la Banca d'Italia e la Consob, nell'ambito delle rispettive attribuzioni, sono le autorità competenti per ricevere le notifiche, attuare le misure e esercitare le funzioni e i poteri previsti dal regolamento di cui al comma 1 con riferimento ai titoli del debito sovrano e ai credit default swap su emittenti sovrani.

4. Con riferimento al debito sovrano e ai credit default swap su emittenti sovrani, i poteri di temporanea sospensione delle restrizioni e i poteri di intervento in circostanze eccezionali, previsti dal regolamento di cui al comma 1, sono esercitati dal Ministero dell'economia e delle finanze, su proposta della Banca d'Italia, sentita la Consob.

5. La Consob è l'autorità responsabile per coordinare la cooperazione e lo scambio di informazioni con la Commissione dell'Unione europea, l'AESFEM e le autorità competenti degli altri Stati membri, ai sensi dell'articolo 32 del regolamento di cui al comma 1.

6. Al fine di coordinare l'esercizio delle funzioni di cui ai commi 3 e 4, il Ministero dell'economia e delle finanze, la Banca d'Italia e la Consob stabiliscono mediante un protocollo di intesa le modalità della cooperazione e del reciproco scambio di informazioni rilevanti ai fini dell'esercizio delle predette funzioni, anche con riferimento alle irregolarità rilevate e alle misure adottate nell'esercizio delle rispettive competenze nonché le modalità di ricezione delle predette notifiche, tenuto conto dell'esigenza di ridurre al minimo gli oneri gravanti sugli operatori.

7. La Banca d'Italia e la Consob per adempiere alle rispettive competenze come definite dal presente articolo e assicurare il rispetto delle misure adottate ai sensi del Regolamento di cui al comma 1, ivi comprese quelle demandate al Ministero dell'economia e delle finanze ai sensi del comma 4, dispongono dei poteri previsti dall'articolo 187-Octies.

**SOMMARIO:** I. Le vendite allo scoperto e le posizioni nette corte. - II. Il reg. (UE) n. 236/2012. - III. L'esperienza italiana.

**I. Le vendite allo scoperto e le posizioni nette corte.** ■ Nei mercati finanziari costituiscono prassi diffusa le operazioni di vendita allo scoperto («*short selling*»). Esse consistono nel vendere una certa quantità di titoli (azioni, obbligazioni, titoli di Stato, ecc.) di cui il soggetto venditore (*short seller*) non è proprietario; dopo un certo periodo di tempo (che può variare da pochi secondi a periodi più lunghi, di mesi o anni), lo *short seller* acquista una quantità di titoli uguale a quella venduta, chiudendo così l'operazione. Tipicamente, le vendite allo scoperto vengono effettuate per il titolo *short seller* ritiene che il prezzo del titolo sia sopravvalutato o comunque si attende che diminuisca nel breve o nel medio periodo. Vendendo allo scoperto un titolo si ottiene infatti un profitto se il prezzo del titolo diminuisce e, al contrario, si subisce una perdita se il prezzo del titolo si incrementa. Per tale ragione le posizioni derivanti da una vendita allo scoperto vengono definite ribassiste. Ne consegue, quindi, che nel caso più comune lo *short seller* si assume un rischio finanziario in ragione della ricerca di un profitto. Vi possono tuttavia essere situazioni in cui le vendite allo scoperto sono volte ad una riduzione dei rischi dello *short seller*, ciò può accadere se l'investitore ha posto in essere strategie di trading più complesse e articolate, che prevedano, ad esempio, l'impiego di vendite allo scoperto ai fini di copertura del rischio derivante da posizioni lunghe preesistenti. ■ In alternativa o in via complementare all'effettuare una vendita allo scoperto su un titolo, lo *short seller* può ricorrere a tecniche più sofisticate che permettono di creare, in forma sintetica, una posizione ribassista analoga a quella ottenibile tramite lo *short selling*. Tali tecniche fanno ricorso principalmente a strumenti finanziari derivati che sono collegati al titolo su cui si vuole assumere la posizione ribassista, quali, ad esempio, l'acquisto di un'opzione *put* o la vendita di un contratto *future*. Analoghe posizioni possono essere altresì assunte tramite i credit default swap, strumenti finanziari derivati che conferiscono un vantaggio finanziario in caso di fallimento dell'emittente (anche sovrano) a cui fanno riferimento. Per tale motivo, il reg. (UE) n. 236/2012, nel disciplinare per la prima volta a livello comunitario la materia (v. paragrafo seguente), introduce il concetto di posizione *meta corta*. Essa è data dalla somma di tutte le vendite allo scoperto su un determinato titolo effettuate da uno *short seller* con l'aggiunta delle posizioni ribassiste sintetiche - ossia assunte tramite strumenti finanziari collegati al medesimo titolo - al netto degli eventuali titoli di cui è proprietario e delle posizioni rialziste sintetiche. ■ Secondo la letteratura economica prevalente, in condizioni di normalità dei mercati finanziari le vendite allo scoperto contribuiscono positivamente all'efficienza dei mercati stessi. Queste operazioni, infatti, incrementano la liquidità del mercato, diminuendo i costi di transazione, e migliorano l'efficienza informativa dei prezzi dei titoli, riducendo ad esempio la possibilità di formazione di «*bolle speculative*». La letteratura economica è invece divisa sugli effetti delle vendite allo scoperto in condizioni di stress dei mercati, ossia, tipicamente, situazioni di crollo generalizzato dei prezzi dei titoli o forte volatilità degli stessi. La difficoltà di risultati a cui giungono i diversi filoni di ricerca economica trova spiegazione nell'estrema difficoltà di isolare gli effetti delle vendite allo scoperto dagli altri elementi che hanno un impatto sull'andamento delle quotazioni dei titoli.