



Università degli Studi di Salerno
Dipartimento di Scienze Giuridiche
Scuola di Giurisprudenza

DOTTORATO DI RICERCA
in
Diritto Pubblico, Teoria delle Istituzioni Nazionali
ed Europee e Filosofia Giuridica
XI Ciclo Nuova Serie

Tesi
di
dottorato

**Agenzie di rating: regolazione, aspetti
critici e prospettive di riforma**

Coordinatore
Ch.mo Prof.
Enzo Maria Marengi

Tutor
Ch.mo Prof.
Enzo Maria Marengi

Candidata
Eva Rosa Danzini

Anno Accademico 2013-2014

Agenzie di rating: regolazione, aspetti critici e prospettive di riforma.

Sommario

Capitolo I – Le Agenzie e le diverse tipologie di rating	4
1.1. Introduzione	4
1.2. Profili storici.....	6
1.3. La struttura e la tipologia di rating.....	9
1.4. I rating sovrani	12
1.4.1 La procedura di assegnazione del sovereign rating.....	14
1.4.2 L’impatto dei rating sul mercato	26
1.5. Il conflitto di interessi e il cd. modello issuers-pays.....	29
1.5.1 La disciplina europea in materia di conflitti di interesse	36
1.6. Il capitale reputazionale delle agenzie di rating ed i c.d. Reputational Intermediaries.....	39
 Capitolo II – La normativa e le prospettive di regolazione.....	 43
2.1. La normativa globale.....	43
2.1.1 La regolazione negli USA.....	43
2.1.2. La regolazione europea	49
2.1.3 La regolazione asiatica.....	52
2.2. La IOSCO e il codice di condotta delle agenzie di rating.....	55
2.3. Il Regolamento UE 1060/2009.....	59
2.4. Il Regolamento UE 513/2011.....	65
2.5. L’Accordo di Basilea	67
2.6. La regolazione possibile: principio di sussidiarietà, differenziazione ed adeguatezza	72

Capitolo III – I modelli di responsabilità del rating e la riforma	76
3.1. Il ruolo degli enti locali nella determinazione del sistema di finanza locale e la certificazione delle agenzie di rating.....	76
3.2. Il Rating Etico	79
3.3. Il potere privato delle agenzie di rating.....	81
3.4. L' affidabilità dei giudizi di rating e la responsabilità giuridica delle agenzie.....	83
3.4.1 Modelli di responsabilità civile per le agenzie di rating	91
3.4.2 La responsabilità dell'agenzia di rating nella giurisprudenza americana ..	93
3.4.3 La responsabilità dell'agenzia di rating in Europa	98
3.4.4 I modelli di responsabilità civile dell'agenzia nel diritto italiano	101
3.4.4.1 La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti dei terzi investitori come responsabilità da affidamento. La tesi della responsabilità da “contatto sociale”	109
3.5. La recente riforma	112
3.6. La possibilità di costituire un'agenzia di rating europea	124
3.7. Considerazioni conclusive	127
 Bibliografia	 131

Capitolo I – Le Agenzie e le diverse tipologie di rating

1.1. Introduzione¹

Le riflessioni presentate in questo lavoro intendono fornire un contributo al dibattito sulle agenzie di rating.²

L'argomento potrebbe apparire di pertinenza del diritto dei mercati finanziari; tuttavia, a ben vedere la questione coinvolgendo il principio di corrispondenza fra potere e responsabilità è attratta anche dal diritto amministrativo. Peraltro, è facile comprendere quanto i diversi ambiti siano reciprocamente connessi; e la connessione è un aspetto del più ampio problema di finanza globale non regolata sul piano internazionale, disancorata dall'economia reale e nello stesso tempo capace di incidere enormemente sul benessere collettivo e sulla convivenza democratica.

L'occasione nasce da alcune riflessioni su recenti eventi, nazionali ed internazionali³ che hanno riaperto i riflettori sulla crisi attuale dei rating sovrani e sulle implicazioni per il mercato che derivano dall'emissione di rating.⁴

¹ *Ex multis* V. GASPARINI CASARI, *Le agenzie di rating*, in rivista Il diritto dell'economia, vol. 24, fasc. 3/4-2011, pp. 637-671; A. PERRONE, *Le società di rating* in Rivista delle società a cura di Guido Rossi "La società per azioni oggi". Atti del convegno internazionale di studi Venezia, 10/11 novembre 2006 Milano – Giuffrè 2007 p. 102; C. PINELLI, *L'incontrollato potere delle agenzie di rating* su www.costituzionalismo.it dell'1/06/2012 fasc. 2; A. BENEDETTI, *Le agenzie di rating tra crisi dei modelli di mercato e criticità dei processi di regolamentazione* su www.costituzionalismo.it del 30/10/2012; L. PIANESI, *Le agenzie di rating tra privatizzazione di funzioni pubbliche e opinioni private "geneticamente modificate"*, in Riv. Trim. dir. Pubbl., 2011, pp 175 e ss.

² Nella letteratura di stampo giuseconomico, le agenzie di rating vengono annoverate tra i cc.dd. market gatekeepers, ossia quei soggetti privati che, a vario titolo, offrono agli investitori, direttamente o indirettamente, informazioni sull'emittente.

³ Al momento in cui si scrive l'Esma - l'organo di vigilanza sulle agenzie di rating – ha avviato una indagine conoscitiva che ha interessato le tre società maggiori. Nel contesto italiano vanno segnalate le coraggiose iniziative della Procura della Repubblica di Trani, che nel novembre 2012 ha rinviato a giudizio con l'accusa di manipolazione del mercato dirigenti e manager di Standard & Poors e di Fitch e della Procura della Corte dei conti del Lazio, che ha aperto una inchiesta per il danno erariale (120 miliardi di euro!) corrispondente al maggior costo del debito pubblico italiano causato dalle agenzie con ingiustificabili downgrading. A livello internazionale, il governo degli Stati Uniti ha chiesto cinque miliardi di dollari di danni all'agenzia di rating Standard and Poor's per aver raggirato

Il lavoro si apre con una breve panoramica sulla storia del rating e delle maggiori agenzie, si sviluppa intorno a brevi considerazioni sul ruolo dei rating nel mercato dei capitali, sui meccanismi per ottenerli e delle eventuali ricadute sui debiti sovrani. Il potenziale conflitto di interesse lascia poi spazio all'aspetto normativo facendo in particolare riferimento alla regolamentazione internazionale ed europea. Per completare il quadro di riferimento si presentano brevemente le dinamiche del mercato del credito in relazione agli enti locali, le potenzialità ed i rischi della finanza strutturata alla luce della recente autonomia finanziaria degli enti territoriali ed i più recenti declassamenti da parte delle agenzie di rating. La trattazione chiude passando in rassegna gli attuali interventi normativi in materia, ponendo in evidenza come tali agenzie, esercitino ad oggi una funzione integrativa della regolazione finanziaria⁵ determinando con i propri giudizi non solo l'interesse che un emittente deve corrispondere per collocare i propri titoli di debito, ma anche la disciplina stessa cui tale emittente e i suoi titoli sono sottoposti.⁶

gli investitori sui mutui *subprime* gonfiando le valutazioni sui bond mentre a Strasburgo è stata approvata una nuova regolamentazione che concerne le agenzie di rating avente l'obiettivo di ridurre l'eccessivo affidamento che gli investitori fanno sui rating dei debiti sovrani, di risolvere il conflitto d'interessi nelle attività delle agenzie di rating e aumentare la trasparenza e la competizione nel settore.

⁴ Nate come società specializzate nel fornire giudizi sul rischio dei bond che fungessero da supporto alle decisioni degli investitori, le agenzie, nella seconda metà del XX secolo, si ritrovano investite di una funzione quasi regolamentare, determinando con i propri giudizi non solo l'interesse che un emittente deve corrispondere per collocare i propri titoli di debito, ma anche la disciplina stessa cui tale emittente e i suoi titoli sono sottoposti. Questo grande potere delle agenzie, derivante da una normativa finanziaria *rating-oriented*, ha creato una situazione singolare in cui le agenzie di rating esercitano una funzione integrativa della regolazione finanziaria, senza essere a loro volta destinatarie di una normativa che disciplini puntualmente l'attività da esse svolta e i servizi da esse erogati. Il risultato di questa anomalia regolamentare è stato la creazione di un mercato del rating asfittico, spartito tra tre grandi agenzie che godono di un riconoscimento esplicito da parte della legislazione, idoneo ad accentuare il divario tra queste e le eventuali nuove agenzie entranti.

⁵ Con riferimento a questi temi sia consentito rinviare ad A. Benedetti, *Certezza pubblica e "certezze" private. Poteri pubblici e certificazioni di mercato*, Giuffrè, Milano, 2010; A. Maltoni, *Il conferimento di potestà pubbliche ai privati*, Giappichelli, Torino, 2005, 383 ss.; L. Pianesi, *Le agenzie di rating tra privatizzazione di funzioni pubbliche e opinioni private "geneticamente modificate"*, in *Rivista trimestrale di diritto pubblico*, 2011, 179 ss.

⁶ Secondo la chiave di lettura offerta dallo studioso americano Partnoy, le agenzie di rating, da mere intermediarie informative, sono divenute dispensatrici di *regulatory licenses*, poiché autorizzate a stabilire chi avesse le qualità per rimanere sul mercato e come tali, in grado di esercitare un autentico potere nei confronti degli emittenti delle obbligazioni. F. Partnoy, *The Siskel and Ebert of Financial Markets?: Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies*, in *Washington University Law Quarterly*, Vol. 77, n. 3, 1999, 619 ss.

Come postula un illustre studioso⁷ “c’è un tempo dell’economia, c’è un tempo del diritto (...) e se il tempo dell’economia ha visto prevalere una crescita incontrollata della finanza rispetto all’economia reale, ora il diritto (...) come regolazione, è chiamato ad invertire la tendenza anomala.

1.2. Profili storici⁸

La consapevolezza del ruolo delle società di rating passa attraverso la conoscenza delle stesse fin dalle origini.

La storia del rating ha origini lontane e si sviluppa a partire dagli albori del novecento in concomitanza con lo sviluppo del mercato finanziario e della diversificazione delle strategie di investimento. Pioniere sono le imprese ferroviarie che, in considerazione della crescente domanda, iniziano a raccogliere capitale di credito attraverso l’emissione di obbligazioni; nasce da qui l’esigenza, da parte degli investitori, di conoscere l’affidabilità degli emittenti e reperire informazioni il più possibile veritiere sulla bontà dei loro investimenti. Si assiste, in tal modo, ad un’evoluzione del sistema finanziario che passa da quello basato sull’intermediazione delle banche a quello basato sui mercati finanziari, dove il risparmiatore può investire direttamente sui progetti. In tale contesto, la Standard and Poor’s,⁹ con il suo fondatore Henry V. Poor, propone un’analisi di affidabilità e qualità del credito dei progetti relativi proprio alla costruzione di canali e ferrovie;¹⁰ i rating vengono pubblicati su manuali appositamente redatti dalle agenzie, messi in

⁷ Si veda a tal proposito E. M. Marengi, *Il diritto ai tempi della crisi: La regolazione possibile in Amministrazione e nuovo diritto*, Gutenberg Edizioni 2012 pag. 9

⁸ Per riferimenti sulle caratteristiche e finalità originarie delle agenzie di rating *cf.* M. BACCIARDI, *Lo strano caso delle agenzie di rating*, in www.brunoleoni.it 2009, p. 1.

⁹ Standard and Poor’s Corporation (S&P) è uno dei principali fornitori di informazioni finanziarie con sede negli Stati Uniti. Da quasi 150 anni, Standard & Poor’s offre agli investitori le informazioni, i dati e le analisi di cui hanno bisogno per prendere decisioni. S&P’s non è quotata in borsa ed è posseduta dal gruppo McGraw-Hill (il cui azionista di maggioranza è Capital World Investment), che è presente invece sul listino dello Stock Exchange di New York.

¹⁰ Si fa riferimento al manuale *The History of Railroads and Canals of the United States*, scritto da Henry Poor nel 1868, che seppur lontanissimo dal concetto attuale di rating, forniva una valutazione sulle maggiori aziende statunitensi.

vendita e acquistati dalle banche e dalle biblioteche a beneficio dei potenziali investitori.

Il modello descritto entrò ben presto in crisi in quanto molti rating, essendo inseriti nel manuale annuale,¹¹ venivano resi noti alla comunità finanziaria con forti ritardi per cui al momento dell'utilizzo si presentavano scarsamente utili allo scopo di orientare le decisioni di investimento.

Se ad Henry Poor venne l'idea di valutare le performance e le prospettive dell'azienda, a John Moody¹² dobbiamo quella di valutare le stesse tramite codici alfanumerici. Egli, infatti, dopo una prima pubblicazione contenente dati statistici di grandi aziende, cominciò a giudicare il merito di credito delle stesse tramite codici guadagnando presso gli investitori una solida reputazione. Già nel 1924 passa sotto la lente di Moody's il 100% del mercato obbligazionario statunitense; prosegue la sua attività nonostante la Grande Depressione del '29 e negli anni '70 estende la propria attività nel business della carta commerciale e al mercato dei depositi bancari.

Anche Fitch Ratings ha una storia importante;¹³ a questa agenzia va, peraltro, imputata la paternità della scala di rating da "AAA" a "D", usata già a partire dal 1924. La crescita della quota di mercato di Fitch cresce costantemente fino agli anni 90; successivamente espande la propria operatività in svariati settori, compreso quello della finanza strutturata.

¹¹ La cd "The Bond Guide", che forniva una lista di rating su 7000 obbligazioni.

¹² MOODY'S

- Quota di mercato: 40%;
- Fondata nel 1909;
- 4.500 impiegati;
- Presente in 26 paesi;
- Sede principale: New York;

¹³ FITCH

- Quota di mercato: 16%;
- Fondata nel 1913;
- 2.000 impiegati;
- Presente in 51 paesi;
- Sede principale: New York e Londra;
- Proprietà di Fitch Group i cui azionisti sono: Fimalac (60%) e Hearst Corporation (40%) fu fondata nel 1913 da John Knowles Fitch, con lo scopo di pubblicare statistiche finanziarie, divenendo da subito uno dei principali attori presso il NYSE (New York Stock Exchange)

Il primo vero intervento normativo risale al 1936, quando l'Office of the Controller of the Currency (OCC) intervenne statuendo che le banche non potessero investire in obbligazioni inferiori all'"investment grade", ossia al di sotto del rating BBB (designato all'epoca, e tuttora, come la soglia limite dei titoli a carattere non speculativo). In tal modo sia le banche sia gli emittenti furono indotti a tenere conto dei giudizi espressi dalle agenzie, che iniziarono così ad influire direttamente sulla capacità del singolo strumento finanziario di essere venduto sul mercato.

Tuttavia, nonostante la portata assolutamente innovativa della disposizione, nessun riferimento era fatto ai criteri in base ai quali selezionare le agenzie i cui rating dovessero essere presi in considerazione; venivano unicamente richiamati i rating contenuti nei "recognized rating manuals", che rimandavano alle maggiori agenzie allora esistenti: Standard & Poor's, Moody's e Fitch. Nasceva di fatto, l'oligopolio delle "Tre Sorelle",¹⁴ con le conseguenze economico-giuridico che ne derivano.¹⁵

¹⁴ Gli emittitori generalmente richiedono due soli rating basandosi sulla cosiddetta "regola dei due rating". Nonostante ciò, c'è ancora posto per la competizione: nei nuovi mercati, in cui la "regola dei due rating" non si è ancora imposta, Moody's e S&P concorrono l'una contro l'altra. Fitch invece attualmente compete cercando di specializzarsi nella nicchia della finanza strutturata, facendo concorrenza sul prezzo e sulle altre condizioni contrattuali. Peraltro, la Commissione di Basilea segnala la presenza di circa 150 agenzie di rating in tutto il mondo. Queste vengono distinte in: agenzie di rating nazionali, che usano prevalentemente modelli statistici per la determinazione del merito di credito; agenzie di rating regionali, la cui operatività è limitata ad una regione geografica; agenzie di rating globali, la cui attività si esplica su scala mondiale. Infine, per quanto concerne le società di rating riconosciute in Italia, la Banca d'Italia indica come "società di rating riconosciute" (*Istruzioni di Vigilanza*, Tit. IV, Cap. 3, All. B): a) Itarating DCR spa (per gli emittenti italiani e per le emissioni di soggetti esteri quotati in Italia), b) Moody's Investor Service, Standard & Poor's, Fitch-IBCA Investors Service, Duff & Phelps Credit Rating Co., Thomson BankWatch (per gli emittenti italiani ed esteri e per le emissioni di soggetti esteri quotati in Italia), c) le società riconosciute dalle locali autorità di Vigilanza per le emissioni di emittenti locali e per le emissioni quotate sul mercato locale (per gli emittenti dei Paesi che sono membri a pieno titolo dell'OCSE). In seguito alle acquisizioni e alle fusioni verificatesi negli ultimi anni, di fatto solo Moody's, S&P e Fitch sono presenti e operative nel nostro Paese.

¹⁵ Si pensi a riguardo alla sanzione reputazionale che il mercato è capace di infliggere, il quale non dispiegherà alcuna deterrenza in presenza di una situazione di monopolio dell'offerta dei servizi di rating e ne dispiegherà in misura inferiore al livello ottimale in una situazione di oligopolio in cui è presente un elevato rischio di cartello tra le agenzie, idoneo ad incidere negativamente sull'accuratezza con cui esse elaborano e divulgano i proprio giudizi.

1.3. La struttura e la tipologia di rating

Il rating è un giudizio espresso da un soggetto esterno e indipendente - l'agenzia di rating - sulle capacità di un soggetto, ente, nazione o società di pagare o meno i propri debiti.¹⁶ Si differenzia dagli *scoring*¹⁷ in quanto implica un giudizio dell'analista in cui è fondamentale una valutazione di tipo qualitativo¹⁸ e quantitativo. Il risultato della valutazione da parte di un'agenzia è un codice alfanumerico che colloca l'emittente o l'emissione ad un determinato livello nella scala di rating.¹⁹ Le opinioni delle agenzie di rating, espresse mediante indicatori alfa-numeric, sono chiamate *credit rating* ed indicano il rischio relativo di insolvenza. Tale giudizio costituisce una valutazione di affidabilità dei soggetti economici in termini relativi, ovvero in riferimento all'affidabilità degli altri soggetti presenti nel mercato. La scala di rating è tradizionalmente divisa in due sezioni *investment grade* e *speculative grade*.²⁰

Esso, viene espresso attraverso un voto in lettere in base al quale il mercato stabilisce un premio per il rischio da richiedere all'azienda per accettare quel determinato investimento. La prima parte della scala indica un livello relativamente basso di rischio del credito, la seconda un rischio più alto o persino un *default* già in

¹⁶ Può essere emesso sul debito di una società e questo è solo un tipo specifico di rating. Vi sono, poi rating di credito internazionale che valutano i rischi, e quindi le spese di un investitore che voglia trasferire nella valuta della propria nazione i titoli espressi nella valuta di un altro Stato. Un altro tipo di rating è il cosiddetto "Country ceiling rating" che valuta i rischi di un investimento in uno Stato che possa attuare delle misure per bloccare eventuali uscite di capitale dai propri confini.

¹⁷ In tali sistemi il peso dell'analista valutatore è irrilevante così come è nullo il peso dei fattori qualitativi; per ottenere uno "score" è sufficiente introdurre i parametri richiesti in un foglio di calcolo adeguatamente impostato.

¹⁸ Gli analisti dell'agenzia di rating devono infatti confrontare i parametri della società sotto esame con quelli delle altre società del settore in cui essa opera e devono quindi analizzare anche le caratteristiche del settore stesso e l'andamento del mercato. Oltre ai fattori quantitativi gli analisti di una società di rating devono cercare di valutare fattori qualitativi come l'affidabilità e le capacità del management dell'azienda

¹⁹ In molti casi è possibile che un ente o un'emissione siano valutati da più agenzie. Tale operazione è svolta tenendo presente che alcuni tipi di investitori, infatti, possono operare sotto linee guida o requisiti legali che proibiscono la detenzione di titoli con determinati requisiti minimi in termini di punteggio assegnato da una o più agenzie.

²⁰ Come meglio si dirà in seguito, tale distinzione assume notevole importanza in sede regolamentare, ove sovente è fatto divieto ad investitori collettivi, enti pubblici ed altri intermediari finanziari di investire in strumenti aventi un rating di livello "speculative" o è richiesto che a fronte di tali investimenti si provveda all'accantonamento di quote di capitale in misura superiore al livello minimo.

corso.²¹ Quando un'agenzia emette un rating, sta esprimendo l'opinione secondo cui quell'emissione o quell'emittente condivide alcune caratteristiche simili per rischio di investimento con altrettante emissioni aventi un medesimo punteggio.²² In particolare, quando un rating è posto sotto osservazione nel breve periodo, l'agenzia deve precisare la probabile evoluzione che il giudizio subirà: lo stato di *watch* può essere positivo se l'agenzia prevede di migliorare il rating; negativo se prevede di peggiorarlo o in evoluzione se non riesce a precisare l'andamento atteso e può concludersi con una variazione pari a uno o più gradi della scala dei rating. Lo stato di *outlook* - ergo la prospettiva - evidenzia la possibile evoluzione del rating nel medio periodo: solitamente, l'*outlook* è espresso rispetto a due anni per i rating *investment grade* e rispetto ad un anno per quelli *speculative grade*, che sono più volatili e suscettibili.²³ Lo stato di *watch* o di *outlook* non è vincolante ai fini dell'aggiornamento dei rating; l'azione di sorveglianza non implica necessariamente la modifica del rating, che può rimanere invariato se l'analisi condotta dall'agenzia porta quest'ultima a confermare il giudizio esistente. Allo stesso modo, l'agenzia può aggiornare un rating che non sia stato dichiarato

²¹ Scendendo nel rating aumenta il premio per il rischio richiesto e quindi l'emittente deve pagare uno spread maggiore rispetto al tasso *risk-free*.

²² Di seguito si riportano alcune scale di rating a titolo esemplificativo:

Standard & Poor's

- AAA Elevata capacità di ripagare il debito
- AA Alta capacità di pagare il debito
- A Solida capacità di ripagare il debito, che potrebbe essere influenzata da circostanze avverse
- BBB Adeguata capacità di rimborso, che però potrebbe peggiorare
- BB, B Debito prevalentemente speculativo
- CCC, CC Debito altamente speculativo
- D Società insolvente

Moody's

- Aaa Livello minimo di rischio
- Aa Debito di alta qualità
- A Debito di buona qualità ma soggetto a rischio futuro
- Baa Grado di protezione medio
- Ba Debito con un certo rischio speculativo
- B Debito con bassa probabilità di ripagamento
- Caa, Ca, Investimento ad alto rischio
- C, Realistico pericolo di insolvenza

²³ L'*outlook* può essere positivo, negativo, stabile o in evoluzione. Sovente, quando le agenzie di rating non sono in grado o non hanno temporaneamente interesse ad emettere un nuovo rating peggiorativo, con tale strumento cominciano ad annunciare che le previsioni sono negative. Lo Stato, che ne è destinatario, si viene così a trovare in una situazione ambigua, ma già produttiva di danni e destinata a durare per un tempo non prevedibile.

sotto osservazione, qualora acquisisca informazioni che giustificano il cambiamento.

La valutazione dell'affidabilità creditizia può essere effettuata per strumenti a lunga, media o breve scadenza; del pari, il rating degli emittenti può riferirsi a differenti orizzonti temporali. L'utilità del rating tuttavia dipende dalla loro attitudine a riflettere l'evoluzione del rischio di insolvenza che può variare per cause endogene, in seguito per esempio a modificazioni nella struttura e nell'attività dell'emittente ed esogene in quanto collegabili a fenomeni di mercato, macroeconomici e politici. In tal senso il processo di rating non può esaurirsi con la comunicazione del giudizio, ma deve necessariamente proseguire nel tempo, mediante un monitoraggio dell'emittente o dello strumento finanziario che può portare l'agenzia di rating a confermare, migliorare, peggiorare o ritirare il parere inizialmente espresso.

A tal riguardo, è necessario considerare le diverse tipologie di giudizio prodotte dalle tre agenzie di rating. Si possono distinguere due macro gruppi di ratings: *credit ratings*, relativi alla valutazione del merito di credito e *non credit ratings*, relativi alla valutazione di altre componenti di rischio. I primi si articolano, a loro volta, in varie categorie a seconda dell'oggetto del rating (emittente o singola esposizione), dell'orizzonte temporale (lungo o breve termine), della valuta di riferimento (domestica o estera). Alcune agenzie rilasciano giudizi sia sulla solvibilità di una società (*issuer credit ratings*), sia sulla solvibilità relativa a una specifica emissione (*issue-specific credit ratings*). L'*issuer rating* può riguardare sia il lungo che il breve periodo (rispettivamente *long-term e short-term issuer rating*) e può essere rilasciato anche con riferimento alla valuta di denominazione del prestito (*local currency e foreign currency risk*).²⁴ In tal modo, è possibile valutare se determinati titoli siano investimenti adatti per alcune classi di investitori

²⁴ Un *issuer rating* e la sua assegnazione è una delle attività ordinariamente svolte dalle agenzie fin dalle origini. Un *issuer rating* misura la capacità globale del soggetto di adempiere in modo tempestivo alle obbligazioni finanziarie che lo vincolano in forza degli impegni contrattuali presi. Questo tipo di rating misura quindi la capacità dell'emittente di pagare in modo puntuale gli interessi e di rimborsare alla scadenza il capitale preso a prestito attraverso i vari tipi di strumenti di debito emessi. L'attribuzione di un *issuer rating* è preceduta da analisi approfondite sui profili di rischio propri dell'emittente e idonei ad incidere sulla sua probabilità di insolvenza. Conseguentemente, un *issuer rating* è influenzato oltretutto da variabili compatibili con tutti gli emittenti, anche da molteplici parametri specifici del settore e dell'ambiente economico in cui l'emittente opera.

ovvero se un determinato titolo sia in linea con un preciso profilo di rischio oppure se il prezzo del titolo sia appropriato con il rischio di credito.²⁵

La seconda grande tipologia di rating è formata dai giudizi assegnati non a un emittente, ma ad una singola emissione di strumenti finanziari. Questa tipologia di giudizio, chiamato *instrument rating*, nonostante si presenti secondo la medesima scala di simboli alfanumerici degli *issuer rating*, presenta notevoli differenze rispetto a questi ultimi riferendosi, in particolare, alla probabilità che gli interessi e il capitale relativo ad un singolo strumento di debito siano remunerati in modo tempestivo, come da accordi contrattuali presi coi sottoscrittori. Nella predisposizione di tale giudizio sono presi in considerazione i classici parametri di solidità e di rischio del soggetto emittente, in ragione della naturale influenza che il rating dell'emittente esercita sul rating dello strumento emesso, instaurandosi tra i due tipi di giudizi una dinamica non troppo dissimile da quella intercorrente tra rating sovrani e rating di emittenti presenti sul loro territorio.²⁶

1.4. I rating sovrani²⁷

Mentre il processo di riforma delle agenzie muoveva i suoi primi passi, la crisi che nell'ultimo biennio si è abbattuta sul debito pubblico di molti paesi dell'eurozona – Grecia, Portogallo, Spagna, Italia, Irlanda, la stessa Francia - ha di nuovo richiamato l'interesse e le critiche dell'opinione pubblica sul ruolo di S&P, Moody's

²⁵ Va sottolineato che non tutti i prodotti strutturati sono valutati da agenzie di rating. Infatti, per strumenti particolarmente complessi, i rating non sono molto usati; inoltre, alcuni emittenti creano prodotti per determinate classi di investitori, che non necessitano di valutazioni di rating poiché dotati di autonomi strumenti di valutazione. Al contrario, come nel caso di titoli *corporate*, molti investitori hanno bisogno di una valutazione di rating, affinché il titolo venga acquistato.

²⁶ Il rating per l'emittente è talvolta obbligatorio; ad esempio in Italia devono essere sottoposti a valutazione del merito di credito i titoli oggetto di operazioni di cartolarizzazioni che sono offerti ad investitori non professionali (L. 130/99).

²⁷ L'Ue ha regolamentato anche i debiti sovrani. Fra le misure adottate, viene disposta la fissazione di un calendario preventivo per i rating non richiesti sui debiti sovrani; il divieto di indicazioni volte a influenzare le politiche da attuare; una maggiore trasparenza e responsabilizzazione riguardo alle metodologie utilizzate per il rating; l'avvio di un percorso per giungere a una valutazione interna da parte dell'Ue sull'affidabilità di credito dei paesi membri.

e Fitch, ma questa volta in un ambito della loro attività– quello, appunto, del rating sovrano – che da tempo non risultava essere oggetto di specifiche attenzioni.²⁸

Per di più, una tempesta di critiche ancora più violenta si è poi abbattuta sulle agenzie a seguito del *downgrading* del debito pubblico degli USA operato da parte di S&P prima nel maggio 2011 e successivamente rinnovata nel settembre 2012.

A dir il vero, già in precedenza, il rating del debito sovrano era stato oggetto di contestazioni e di critiche: così, ad esempio, in occasione del *downgrading* del debito pubblico italiano, operato nel 1992 ovvero a seguito dei bruschi *downgrading* dei bond messicani (1994-1995) e sudcoreani (1997-1998). Altri “sviste” del rating sovrano hanno riguardato il debito sovrano uruguayano (ingiustificatamente svalutato) e i bonds argentini (sovravalutati). L'eco di tali contestazioni si è però rapidamente spenta, forse coperta dal clamore della crisi dei derivati del 2008, lasciando tracce solo nel dibattito specialistico.

Non può certamente stupire che il declassamento, attraverso sequenze ravvicinate di *outlook* negativi e *downgrading* dei debiti sovrani, abbia suscitato reazioni molto forti. Questa volta sono stati da molte parti contestati alle agenzie non solo errori di valutazione, manipolazioni alimentate da conflitti di interesse, comportamenti poco responsabili che generano effetti pro-ciclici, ma soprattutto un uso del rating volto a minare l' equilibrio finanziario e monetario internazionale. In occasione del *downgrading* del debito USA del 2011, il governo americano ha aspramente contestato la fondatezza e l'obiettività della decisione assunta da S&P, in quanto guidata da un movente politico ed inficiata da un macroscopico errore nelle stime della evoluzione del debito pubblico. Nel Congresso sono stati denunciati sospetti di insider trading e molti specialisti hanno sottolineato come fosse del tutto

²⁸ Negli ultimi decenni il sistema del rating egemonizzato dalle tre maggiori agenzie si è progressivamente allargato al mondo, compresi i debiti sovrani: se nel 1974 esso veniva effettuato solo per Stati Uniti e Canada, nel 1990 ha riguardato 31 Stati, e nel 2007 ne ha coinvolto 113. L'addebito da molti segnalato concerne il *modus operandi* delle stesse: secondo Alcuni, le agenzie nel valutare la solidità creditizia dei titoli finanziari emessi dagli Stati, opererebbero in segreto basandosi su indici volatili, poiché oltre alla capacità di ripagare il debito, esse considerano il “rischio politico”, inteso come “volontà di ripagare il debito”. Ne consegue che la loro conclamata assenza di pregiudizio ideologico sarebbe resa implausibile dalle valutazioni di politica economica che sono alla base del rating, fondate su un “ortodosso liberismo” e sull'assunto che i sistemi più aperti al mercato e meglio in grado di garantire i diritti di proprietà sarebbero per ciò stesso meritevoli di rating più elevati.

paradossale che la contestazione di un livello di indebitamento eccessivo venisse proprio da quelle agenzie che avevano concorso in modo decisivo a determinare una crisi economica i cui costi (salvataggi, disoccupazione etc.) si sarebbero inevitabilmente scaricati sui conti pubblici.

In tale prospettiva, per la prima volta nella sua storia il rating sovrano ha mostrato la sua capacità di mettere in gioco fondamentali equilibri finanziari, monetari e geopolitici globali, compromettendo la capacità di governance di quegli organismi internazionali, comunitari, statali – il FMI, la BCE, l'Ecofin, le tesorerie nazionali - deputati alla loro salvaguardia. Le agenzie più volte sono state accusate di voler dettare l'agenda politica degli stati e degli organismi internazionali e di supportare, in modo più o meno intenzionale, gigantesche speculazioni sui cambi. Ne è scaturito un inedito confronto tra il potere privato dei signori del rating, percepito come l'avamposto di un potere finanziario oscuro capace di mobilitare risorse infinite e il potere pubblico degli stati sovrani che ha raggiunto punte drammatiche.

1.4.1 La procedura di assegnazione del sovereign rating

Per riflettere su tale fenomeno sarà opportuno far luce sull'argomento analizzando le procedure di assegnazione del rating sul debito sovrano.

In primo luogo è bene chiarire che quando il soggetto emittente sottoposto al rating è un'istituzione dotata di potere sovrano, allora il rating è detto *sovereign rating*.²⁹

Esso, deve essere inteso come la valutazione sulla capacità di uno Stato di adempiere alle proprie obbligazioni puntualmente e interamente; *a contrariis*, nel

²⁹ Per comprendere i fattori che sono presi in considerazione ai fini dell'emissione di un rating sovrano e l'impatto di questo sulle emissioni di titoli di debito nazionali v. CANTOR, R. - PACKER, S., *Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings*, in *Economic Policy Review*, 1996, 2, p. 37 – 53. In proposito v. LANGHOR H. - LANGHOR P., *The Rating Agencies and Their Credit Ratings*.

caso in cui il Paese sovrano non fosse in grado di ripagare il proprio debito alla scadenza, ci si ritroverebbe di fronte ad uno stato di *default*.³⁰

L'oggetto del rating sovrano, che può riguardare sia gli stati emittenti, sia specifici prodotti, non è definito da regolamentazioni - come del resto anche quello degli altri tipi di rating - ma rimesso alla determinazione delle agenzie. Alle decisioni di rating possono altresì accompagnarsi altre esternazioni - outlook, reviews, watches - nelle quali vengono segnalate le possibili successive evoluzioni del rating in ragione delle tendenze riscontrate in campo politico ed economico.

In particolare, incidono in maniera rilevante sull'emissione di rating sovrani non solo misurazioni di rischi puramente economici o finanziari (come la crescita del PIL, l'andamento della bilancia dei pagamenti, il grado di indebitamento, etc.) ma anche valutazioni di rischi di natura politica, che determinano l'instabilità o la governabilità di un paese e quindi la sua capacità di reagire e intervenire sulla propria economia con misure di riforma tempestive e incisive.

Si annoverano diversi tipi di *sovereign rating* a seconda che si riferisca alle obbligazioni contratte dallo stato in valuta estera o a quelle contratte in valuta interna. Un'ulteriore fattore di rilevanza di tale rating è costituito dal cosiddetto “country ceiling effect”, che si verifica quando il rating sovrano si pone come tetto massimo per i rating attribuibili alle imprese ed agli enti situati ed operanti nel suo territorio, evidenziando come il rischio del paese incida necessariamente sulle imprese che compongono il sistema produttivo di esso.³¹ In particolare, il rating di uno Stato Sovrano, per esempio l'Italia, esprime il giudizio sintetico di tutte le sue componenti economico-finanziarie, ovvero della Pubblica Amministrazione nel suo complesso, di tutte le banche e di tutte le imprese.

L'analisi è sicuramente molto complessa, in quanto i fattori che lo compongono sono molteplici;³² i dati sintetici rilevanti sono il Prodotto Interno Lordo - PIL -

³⁰ Con il termine “default” si intende il mancato rispetto dei termini di pagamento previsti dal contratto. Il concetto di rischio di default sovrano è sovente presente nel corso della storia: nel recente passato possiamo ricordare la crisi latino-americana nel 1980 o la crisi russa nel 1998.

³¹ In proposito si v. LANGHOR H. - LANGHOR P., *The Rating Agencies and Their Credit Ratings*, Chichester, Wiley, 2008, p. 13.

³² Secondo le agenzie, non si tratta di previsioni esatte circa la possibilità di un fallimento o circa la distribuzione delle conseguenti perdite, ma solo di valutazioni di rischio con un valore relativo, che si riferiscono solo al rischio di fallimento e non si estendono ad altri rischi, come quelli di liquidità,

inteso come il valore totale dei beni e servizi prodotti in uno Stato in un anno e destinati al consumo dell'acquirente finale, agli investimenti, alle esportazioni; il Debito Pubblico – DB –, che rappresenta il debito dello Stato nei confronti di altri soggetti, individui, imprese, banche o stati esteri, che hanno sottoscritto un credito allo Stato sotto forma di obbligazioni o titoli di stato (in Italia BOT, BTP, CCT), destinati a coprire il disavanzo del fabbisogno finanziario statale ovvero colmare l'eventuale deficit pubblico nel bilancio dello Stato.³³

L'assegnazione di rating agli stati sovrani è pratica più recente di quella relativa alle imprese; gli Stati generalmente gradiscono godere di un rating alto, sebbene i cosiddetti Paesi Emergenti facciano perno proprio sui differenziali di rendimento dati dai rating più bassi, per attirare investimenti dall'estero.³⁴

Il giudizio dato dall'agenzia è importante non solo per lo Stato Sovrano, ma anche per tutti gli altri enti, che emettono obbligazioni all'interno dei confini nazionali, quali banche, imprese e, soprattutto, enti pubblici territoriali e non.³⁵

Il rating dello Stato Sovrano costituisce, infatti, il limite superiore al di sopra del quale non possono spingersi i rating degli altri enti, correlati allo Stato.³⁶

La conseguenza è che il rating di uno Stato Sovrano dipende in larga misura sia dall'analisi della politica economica sia dall'uso di complicati modelli econometrici.³⁷

di mercato o di fluttuazione di tassi di interesse. I rating sovrani si differenziano dunque profondamente dai più rigorosi rating bancari interni IRB (Internal Rating Based) previsti da Basilea 2, per i quali è prescritto l'impiego di modelli che comprendono una valutazione del grado di accuratezza, completezza ed adeguatezza dei dati che sono stati utilizzati per una specifica assegnazione di rischio.

³³ Il rapporto debito pubblico/PIL esprime sinteticamente lo stato di salute dell'economia di un paese.

³⁴ Considerando i 192 membri delle Nazioni Unite (ONU) e altri territori al di fuori di essa, si stima l'universo globale con oltre 200 governi sovrani. Per approfondimenti: <<http://www.standardandpoors.com>> “Credit Stability Criteria”, pubblicato il 3 Maggio 2010, e “The Time Dimension Of Standard & Poor’s Credit Ratings”, pubblicato il 22 Settembre 2010

³⁵ Una precisa analisi della composizione del mercato del rating sia a livello globale che regionale è rinvenibile in FERRI, V. G. - LACITIGNOLA, P., *Le agenzie di rating*, Bologna, 2009, p. 31 ss., secondo i quali fino a metà anni duemila *Moody's* e *Standard and Poor's* insieme detenevano una quota pari all'80% del mercato, mentre *Fitch* si attestava al 14%.

³⁶ I criteri di rating sovrani si basano, in particolare, sulle analisi da parte dell'agenzia : a) della storia delle insolvenze sovrane, b) dell'impatto della crisi finanziaria ed economica sul merito di credito sovrano, c) della forza di merito di credito dei governi sovrani rispetto ad altri tipi di emittenti.

³⁷ I rating sovrani si differenziano dunque profondamente dai più rigorosi rating bancari interni IRB (Internal Rating Based) previsti da Basilea 2, per i quali è prescritto l'impiego di modelli che

Apparentemente il processo di valutazione e di giudizio non ha un impianto verticale, ma corrisponde alla logica collegiale della *peer analysis* che meglio dovrebbe assicurare la obiettività e la qualità tecnica delle valutazioni. Le procedure di rating prendono avvio, nel momento in cui l'agenzia intende cimentarsi in un rating, con un breve rapporto iniziale redatto da un analista capo e trovano il loro fulcro in un comitato guidato da un presidente e composto da numero di analisti specializzati per area e tipologia di rating che può oscillare tra tre e sette. Il comitato è la sede nella quale le possibili opzioni nella assegnazione dei punteggi riguardanti i singoli aspetti di rischio ed il rischio complessivo vengono discusse e votate. Prevale la opzione più votata ed alle sue risultanze viene adattato il contenuto del *draft* originariamente predisposto dall'analista capo. I comitati possono essere riconvocati quando occorre, e sovente, a seguito delle visite in loco che vengono effettuate dai rappresentanti delle agenzie al fine conferire con la banca centrale, il ministero del tesoro, esponenti finanziari, personalità accademiche, opposizione.

Il processo di valutazione dei comitati è ordinato da *check list* elaborate dalle agenzie allo scopo di assicurare un esame regolare e completo dei fattori di rischio da prendere in considerazione. La regolamentazione comunitaria richiede che le metodologie debbano essere validate e rese pubbliche, per consentire al pubblico di comprendere come il rating si sia formato. Il controllore pubblico europeo, l'ESMA nello svolgere le sue verifiche per così dire esterne non può però interferire nella libertà delle agenzie di scegliere le proprie metodologie.³⁸ La pubblicità delle metodologie si esaurisce agli aspetti concernenti il processo valutativo e i parametri impiegati di carattere qualitativo e quantitativo ma non si estende al valore che deve essere ad essi attribuito nella determinazione finale del livello di rating. Nell'assegnazione del rating un rilievo particolare assume il *political score* ergo il punteggio che viene dato ad un dato stato (in una scala decrescente, da 1 a 6) in

comprendono una valutazione del grado di accuratezza, completezza ed adeguatezza dei dati che sono stati utilizzati per una specifica assegnazione di rischio.

³⁸ Come si chiarisce nel punto 23 del regolamento “È opportuno che le agenzie di rating del credito utilizzino metodologie di rating che siano rigorose, sistematiche, continuative e soggette a convalida anche sulla base della pertinente esperienza storica e di test retrospettivi. Tuttavia, un tale requisito non dovrebbe in alcun caso costituire motivo di interferenze con il contenuto dei rating e con le metodologie da parte delle autorità competenti e degli Stati membri.”

termini di capacità delle istituzioni e della azione politica di condizionare i fondamentali del credito sovrano, attraverso una finanza pubblica sostenibile, uno sviluppo equilibrato, e con la capacità di fronteggiare situazioni di crisi economica e politica.

Il fattore primario, nella determinazione del political score è costituito dalla serietà, stabilità e prevedibilità della condotta delle istituzioni e della politica. Tale giudizio viene effettuato sulla base di una serie di indicatori, e cioè: la capacità che uno stato ha dimostrato nel gestire crisi politiche, economiche e finanziarie; la continuità nel mantenere, in periodi prosperi, comportamenti ispirati a prudenza; la capacità nel promuovere una crescita equilibrata; la capacità e la volontà di attuare in campi quali la sanità e le pensioni le riforme necessarie per assicurare una condizione di stabilità finanziaria nel lungo termine; la previsione che il contesto politico possa essere in grado di affrontare future crisi o di dirigere importanti mutamenti politici; l'esistenza o la possibile futura esistenza di trasformazioni politiche che possono alimentare conflitti interni, nascenti dalla richiesta popolare di una maggiore partecipazione politica o economica ovvero da crisi di legittimazione alimentate da fattori etnici, politici o religiosi.

Come si può notare, la “pagella politica” che nel linguaggio politico-economico rappresenta la “fiducia dei mercati” in un dato stato sovrano, pur avendo un peso molto rilevante nella determinazione del rating, come conferma il caso del downgrade del debito USA, si basa su parametri vaghi e indeterminati che lasciano ampi spazi ad interpretazioni soggettive. In particolare, la ramp di S&P³⁹ chiede

³⁹ La *ramp* di S&P non manca di offrire una rappresentazione molto elementare di quello che si configura nella sua prospettiva come “buon governo” o come “malgoverno”. Capaci e stabili sono quei governi e quelle istituzioni che sono in grado di prevedere con anticipo le avversità e di correggere gli squilibri, in modo da sostenere le prospettive di lungo termine e di ridurre il rischio di un deterioramento della fiducia nella loro meritevolezza. All'opposto, dove esistono rischi di successione al potere, poteri eccessivamente concentrati, pericoli attuali o prossimi di crisi istituzionale, l'instabilità politica e la possibilità di mutamenti sostanziali mettono in dubbio la continuità del credito. Essa non può essere disattesa se non con idonea motivazione che viene a sua volta sottoposta ad una valutazione e revisione periodica e si compone di eterogenee categorie analitiche: stabilità politica; struttura economica (crescita, redditi, export, proprietà delle imprese, dimensione settore pubblico, etc.); crescita (dinamica in termini di PIL); flessibilità fiscale I (entrate, spese, bilancio); flessibilità fiscale II (capacità del governo di gestire politiche di bilancio); flessibilità fiscale III (valutazione di poste non contabilizzate extrabilancio); stabilità monetaria; flessibilità estera I (liquidità e riserve); flessibilità estera II (indebitamento estero del settore pubblico); flessibilità estera III (indebitamento estero delle banche e dei privati).

agli analisti di dare un voto, da uno a sei, sulla fiducia che un paese merita sulla base di una valutazione qualitativa interna, del tutto soggettiva, talvolta integrata da giudizi provenienti da fonti internazionali (Banca Mondiale, FMI, Transparency, etc.). Tuttavia al *political score*, che si fonda su valutazioni puramente qualitative si accompagna l'*economical score*, nel quale l'analisi quantitativa è prevalente; ciò dovrebbe assicurare un risultato sufficientemente oggettivo.

Peraltro, la metodologia del rating non si esaurisce nella prefigurazione di ramp o di check list, ma include, prima di ogni altra cosa, la scelta dei dati necessari (reperimento, verifica, trattamento) e delle modalità attraverso cui essi si trasformano in giudizi.

Da tale contesto, emerge pertanto, quanto il processo di assegnazione del rating sia caratterizzato da una sequenza precisa e tipizzata;⁴⁰ una volta che lo Stato Sovrano ha richiesto un rating, viene inviato un questionario ai responsabili di governo al fine di ottenere informazioni che non sono di pubblico dominio, per esempio l'indebitamento o la capacità di servire il debito. Il questionario è standardizzato, ma può includere delle sezioni composte ad hoc per lo Stato in esame, qualora questo sia caratterizzato da aspetti peculiari dal punto di vista della valutazione economica. Le risposte al questionario costituiscono la base per la successiva visita, che viene condotta da almeno due analisti nella nazione in esame al fine visita di raccogliere elementi per valutare il peso dell'indebitamento sullo Stato e la sua capacità di ripagare interessi e capitale. In successione, si procede all'analisi di altre passività statali, quali per esempio gli investimenti esteri diretti o di portafoglio, poiché essi potrebbero essere la causa di bisogno di valuta estera e di conseguenti tensioni a livello economico. Vengono esaminati, inoltre, la crescita e il livello degli standard di vita, sia come misura della dinamica economica che come indicatore della capacità di affrontare restrizioni in caso di bisogno; redditi elevati rappresentano una sorta di ammortizzatore nei periodi di crisi, consentendo una compressione della domanda, tagli delle importazioni e una rapida generazione di valuta estera. La capacità di redistribuzione del reddito è un indicatore importante

⁴⁰ Una dettagliata descrizione del procedimento di assegnazione del rating sui titoli di finanza strutturata è fornita da FERRI e LACITIGNOLA, *Le agenzie di rating. Tra crisi e rilancio della finanza globale*, Mulino 2009 Bologna

sia per comprendere la capacità dello Stato di reagire ad una eventuale crisi economica sia per valutare le possibilità di conflitti sociali di un Paese.⁴¹

Il processo di valutazione utilizza modelli economici convenzionali al fine di giudicare gli andamenti del risparmio e degli investimenti a livello aggregato e le loro implicazioni sulla bilancia dei pagamenti. Essenziali risultano le discussioni con i responsabili delle politiche economiche al fine di meglio comprendere le politiche monetarie e fiscali, considerate ottimi indicatori di analisi per il bilancio corrente dello Stato e per il debito; dove necessario, il bilancio fiscale viene valutato considerando gli effetti dell'inflazione sul debito.⁴²

In particolare, l'analisi di Standard & Poor's - che si desidera esporre a titolo esemplificativo - si concentra sulle prestazioni di uno stato nel corso degli ultimi cicli economici e politici, così come sui fattori che indicano maggiore o minore flessibilità fiscale e monetaria nel corso dei futuri cicli economici.

I cinque fattori chiave, identificati tramite un punteggio, che costituiscono la base dell'analisi del merito di credito da parte dell'agenzia sono i seguenti:

1. il punteggio politico, che comprende l'efficacia istituzionale e i rischi politici;

⁴¹ L'indagine svolta nel 2002 dal FMI sul rating sovrano evidenzia che le analisi sono incentrate sulla sostenibilità del debito piuttosto che su valutazioni macroeconomiche; che la copertura dell'economia reale e monetaria è limitata; che le procedure non comprendono valutazioni che tengono conto della qualità e della tempestività degli interventi posti in essere dalle autorità di governo nelle situazioni di stress, e non apprezzano la volontà, oltre che della capacità dei governi di onorare il debito. La metodologia sequenziale usata non consentirebbe di cogliere l'interdipendenza delle questioni e la loro circolarità e, in termini conclusivi, di guardare in avanti.

⁴² Il 13 febbraio 2012, l'agenzia di Rating Moody's ha declassato gran parte dei paesi europei, compresa l'Italia che è stata declassata da A3 a Baa2, con *outlook* negativo. Si osserva che l'analisi avviene associando a categorie di rischio di credito, livelli approssimativi di perdita attesa, in quanto è estremamente complicato ricostruire un'esatta probabilità di default, soprattutto nei casi di sovrani con rating molto alti. Risulta invece possibile valutare separatamente la probabilità di default con la gravità di default o perdita nel caso di sovrani già presenti nell'area speculativa della scala di rating. Si veda a proposito Maurizio Ricci, *Vivere senza Standard&Poor's ecco regole e prassi da cancellare*, Repubblica.it,

http://www.repubblica.it/economia/2012/01/18/news/vivere_senza_agenzie_rating-28337405/.

Il merito di credito è un fenomeno "*multi-faceted*" e non vi è una formula che permette di combinare le varie sfaccettature del caso. Data la natura multi-dimensionale, è possibile individuare un fattore primario e altri fattori secondari. Il primo è appunto la probabilità di default, intesa come capacità e volontà di pagare ed è il fattore più importante nell'assegnazione di un rating da parte di Standard & Poor's. I fattori considerati secondari sono, ad esempio, la priorità di pagamento, il rimborso previsto in caso di default e la stabilità del credito. Diversamente Fitch combina gli aspetti qualitativi e quantitativi attraverso un modello multifattoriale che utilizza diversi variabili. Questa regressione multipla è una classificazione piuttosto che un modello di default sovrano, che genera una previsione a lungo termine, piuttosto che una probabilità di default.

2. il punteggio economico, che comprende la struttura economica e le prospettive di crescita;
3. il punteggio esterno, con la liquidità esterna e la posizione patrimoniale sull'estero;
4. il punteggio dell'area fiscale, con le prestazioni e la flessibilità fiscale, così come l'onere del debito;
5. il punteggio dell'area monetaria, la quale evidenzia la flessibilità monetaria.⁴³

Il primo passo consiste nell'assegnare un punteggio a ciascuno dei cinque fattori chiave su una scala numerica da 1 (il più forte) a 6 (il più debole); ogni punteggio si basa su una serie di fattori quantitativi e considerazioni qualitative. Questi due profili concorrono a determinare il rating sovrano in valuta estera, dopo eventuali aggiustamenti di carattere eccezionale.

Il rating sovrano in valuta locale, invece, è determinato mediante l'applicazione da zero a due punti di miglioramento dalla valuta estera: esso potrà risultare anche superiore a quello in valuta estera in quanto il merito di credito può essere sostenuto da ciascun stato dall'emissione della moneta locale e dal controllo regolamentare del sistema finanziario nazionale.

Viceversa, quando uno stato è membro di un'unione monetaria e la politica monetaria in uno con la politica del tasso di cambio sono affidate a una banca centrale comune, o quando utilizza la moneta di un altro stato, il rating in valuta locale è uguale al rating in valuta estera. Peraltro, attraverso il cosiddetto “sovereign ceiling”, il rating sovrano influenza le stime del rischio di credito di tutte le entità domestiche, in quanto esso costituisce – come già accennato - il limite massimo che queste possono raggiungere; questo si verifica perché lo Stato ha la priorità sulle riserve valutarie e controlla la capacità di tutte le entità domestiche di ottenere fondi internazionali per compensare i prestatori.⁴⁴

La diffusione del rating sovrano ha tuttavia una motivazione sistemica che va oltre gli immediati vantaggi economici che l'agenzia e gli emittenti possono trarne o le

⁴³ <http://www.standardandpoors.com>

⁴⁴ Questo meccanismo può generare un problema serio per le società con sede in paesi che hanno instabilità politica o finanziaria ma che altrimenti avrebbero alti *corporate rating*.

utilità dei mercati fruitori. Va ricordato che i titoli sovrani rappresentano una quota parte relevantissima - oltre il 40% - di quelli complessivamente emessi: il non sottoporli a rating priverebbe tutte le altre attività di rating svolte dalle agenzie (titoli subsovrani, titoli delle imprese commerciali e titoli di finanza strutturata) di un essenziale punto di riferimento. Gli investitori, nell'effettuare le loro scelte, non potrebbero comunque prescindere dal considerare gli andamenti del rating sovrano relativo all'area economica nella quale essi intendono impegnarsi. Il debito sovrano, nell'opinione non disinteressata delle agenzie, presenta un rischio di fallimento che, benché assai molto più basso del debito delle imprese commerciali (1,5/2,0% contro 3,0/5,0%), sarebbe però destinato a crescere nel tempo, fino a divenire quasi eguale a quello delle imprese. Se il rischio fallimento del debito sovrano è destinato a crescere, la necessità di distinguere tra bond speculativi esposti a rischio default e bond di investimento, e cioè sicuri risulta chiaramente accresciuta. L'insieme di questi elementi spiega dunque perché le agenzie dunque non solo non possono disinteressarsi del rating sovrano, ma sono obbligate a porlo all'apice del complessivo sistema del rating che esse allestiscono, facendone il loro "primo prodotto". Non si può nemmeno tralasciare che il rating sovrano attrae l'attenzione dei media e dell'opinione pubblica più di ogni altro rating, quella attenzione che è di fondamentale importanza per agenti economici, come le agenzie, il cui capitale è eminentemente reputazionale.

Tali considerazioni, chiariscono pertanto, le ragioni che inducono le agenzie ad assegnare i loro giudizi d'ufficio, senza che ciò gli sia stato commissionato (*unsolicited*), come avviene nel caso del debito americano, italiano o francese ed accollandosene i relativi oneri. In altra prospettiva, il fatto che i rating possano essere emessi anche senza essere richiesti apparentemente ne rafforza la credibilità, allontanando il sospetto che l'agenzia possa essere indotta a compiacere chi commissiona i suoi servizi, ma può all'opposto anche generare il sospetto che giudizi rigorosi o severi (mediamente più che non quelli del *solicited ratings*) possano celare intenti non espliciti come quelli speculativi o, al peggio, addirittura ricattatori.

Molteplici, dunque, risultano i rilievi critici che solitamente vengono mossi al rating sovrano. L'approccio più radicalmente critico è quello che contesta la stessa possibilità di operare valutazioni circa il possibile default sovrano, tanto per la limitatezza delle serie statistiche disponibili quanto per la sovrapposizione di elementi di incertezza riguardanti tanto i profili politici quanto quelli economici. L'interrogativo ricorre sovente: se il numero dei fallimenti sovrani, dal dopoguerra in poi, è estremamente contenuto, che senso ha condurre una *risk analysis* del tutto ipotetica di debitori come l'Italia, la Francia o gli Stati Uniti, che hanno sempre onorato i loro debiti? E anche chi non esclude a priori la possibilità e la utilità di una *risk analysis* sovrana non può non dubitare che le analisi che vengono effettuate dalle agenzie siano corrette sotto il profilo metodologico, siano svolte con mezzi adeguati e risultino scientificamente verificabili; per di più, l'opacità che tradizionalmente contraddistingue la vita delle agenzie non permette di effettuare giudizi sulla qualità del loro prodotto, in difetto anche di parametri di raffronto.⁴⁵ Non è neanche da trascurare l'ipotesi che le disfunzioni dipendano, oltre che da una presunta maggiore o minore qualità del rating prodotto dalle agenzie, dall'uso improprio dei mercati, nel momento in cui annettono ad esso una capacità previsionale differente da quella che gli è stata impressa.⁴⁶ A tal riguardo, vanno segnalate due importanti questioni che la riforma comunitaria lambisce, ma lascia sostanzialmente aperte. In primis, l'obiettivo più ambito è una maggiore trasparenza delle attività di rating sovrano poste in essere dalle agenzie in corrispondenza, peraltro, di una maggiore trasparenza finanziaria degli emittenti sovrani.⁴⁷

⁴⁵ A seconda dei punti di vista si può ritenere, dunque, che le agenzie siano inadeguate rispetto all'obiettivo che si prefiggono, che la qualità del loro rating sia scadente, ovvero che esse, oltre che inadeguate, possano essere anche in malafede, al servizio di interessi politici ed economici desiderosi di manipolare il mercato del debito pubblico.

⁴⁶ Come nei casi in cui si parifica impropriamente il rating delle agenzie al più rigoroso e validato *risk assessment* interno IRB di Basilea II.

⁴⁷ Nel passato, l'opacità dei dati della finanza statale ha oggettivamente inquinato il ruolo delle agenzie, pertanto se gli stati sovrani continueranno a cercare i loro finanziatori nel mercato internazionale, i dati della finanza pubblica, dovranno essere messi dagli stati a disposizione dei mercati e della opinione pubblica, in quantità e qualità adeguate, per consentire sia agli investitori che alle agenzie di svolgere al meglio le loro valutazioni di rischio.

In secondo luogo, le prospettive del rating sovrano non possono essere separate dal superamento dell'oligopolio delle agenzie. Nel dibattito che si è svolto in seno alla Comunità ha ricevuto ampio seguito, l'ipotesi di rompere l'oligopolio americano attraverso la creazione di una agenzia indipendente europea, secondo un percorso analogo a quello che ha portato alla emersione, in ambito cinese, della agenzia Da Gong. Tale progetto, accolto in un primo tempo dal Parlamento Europeo si è però arenato, per le sue difficoltà attuative e per la dubbia fiducia che i mercati avrebbero potuto accordare a rating sovrani prodotti da una entità troppo vicina agli emittenti. Tuttavia, la riforma licenziata nel 2013 lascia intendere che la questione potrebbe essere riconsiderata entro il 2016, in ragione della futura evoluzione del mercato del rating; a tal uopo, è stato assegnato alla Commissione il compito di studiare l'opportunità e le modalità organizzative di una agenzia per il rating sovrano e di una fondazione operante nelle altre tipologie di rating (cons. 32 bis).

Peraltro, l'esigenza di ridefinire il ruolo delle agenzie di rating aveva già fatto la sua apparizione nella agenda del G20 nell'incontro di Washington del novembre 2008, in coincidenza con la deflagrazione della crisi dei derivati. Il G20 di Washington, e quelli successivi di Londra (2009) e Toronto (2010) hanno sollecitato un intervento riformatore della regolazione delle agenzie rispondente a tre priorità: eliminare i conflitti di interesse; accrescere il grado di trasparenza; rendere comprensibili i rating concernenti i prodotti derivati (finanza strutturata). La crisi valutaria iniziata nel 2010, con il downgrading di molti debiti sovrani ha tuttavia indotto un importante mutamento di prospettiva. La già affermata esigenza di riformare la regolazione del rating, nei termini prima indicati, nell'intento di migliorarne la qualità e di accrescerne l'obiettività ed affidabilità, viene infatti affiancata da una prospettiva ulteriore, e cioè quella di un ridimensionamento dell'utilizzo del rating delle agenzie da parte dei mercati, e quindi della sua capacità di influenza. A tal fine si punta, più che sulla moltiplicazione e diversificazione dell'offerta di prodotti di rating disponibili sul mercato, attraverso il superamento dell'oligopolio delle majors, sulla promozione di una autonoma capacità degli investitori di produrre servizi di risk analysis al proprio interno. Il summit di Toronto ha quindi fissato una scadenza per la realizzazione di concreti interventi in questa direzione, incaricando

il Financial Stability Board ed il Comitato di Basilea di formulare un preciso programma operativo. Il successivo G20 di Seul (novembre 2010) ha fatto proprie le dettagliate proposte formulate dal FSB allo scopo di ridurre il ricorso al rating esterno. Gli elementi della politica sul rating concordata a Seul si possono così riassumere:

- a) ridurre i riferimenti ai rating delle agenzie nell'ambito delle discipline concernenti standard, leggi e regolazioni;
- b) indurre le banche, gli intermediari, gli investitori istituzionali a valutare condizioni di rischio autonome, utilizzando il rating solo se necessitate a farlo;
- c) negare l'impiego automatico dei rating esterni nelle operazioni sul mercato di banche centrali, nella vigilanza prudenziale sugli istituti di credito e nelle politiche di investimento dei gestori finanziari e degli investitori istituzionali.⁴⁸

A livello europeo, Commissione ed il Parlamento europeo hanno portato a termine - nel gennaio 2013 - l'ampia proposta di riforma (com(2011)747) del Regolamento 1060/2009, che pur confermando l'obiettivo di ridurre la *regulatory licence* delle agenzie, la collocano in una prospettiva di lungo termine.

A fianco alle reazioni politiche sviluppatesi a livello globale e comunitario nell'intento di ridimensionare l'attività delle agenzie attraverso una riforma della regolazioni - di cui si è appena detto - se ne sono sviluppate altre in ambito legale e giurisdizionale, finalizzate a chiedere conto alle agenzie del loro operato.

Negli USA, al downgrading del 2011 sono seguite inchieste della SEC e della magistratura. In ambito europeo, l'organo di vigilanza sulle agenzie di rating - l'ESMA - ha avuto una reazione più morbida, limitandosi a promuovere una indagine conoscitiva che ha interessato le tre società maggiori, da cui sono tuttavia emerse gravi irregolarità. Nel contesto italiano vanno segnalate le coraggiose iniziative "apripista" ancora in corso della Procura della Repubblica di Trani, che

⁴⁸ In realtà, l'attuazione delle raccomandazioni del G20 si è rivelata tutt'altro che facile, come testimonia il rapporto redatto Financial Stability Board nel 2011: "work to reduce reliance remain at an early stage, both at standard setters, and at many national authorities". Quanto agli organismi di normazione (Comitato di Basilea, IOSCO- International Organization of Securities Commission, IAIS-International Association of Insurance Supervision, etc.) non si va oltre l'avvio di studi. Tra le autorità nazionali, eccellono gli USA, che hanno nel Dodd Franck Act del 2010 espressamente escluso il riconoscimento di valore regolamentare al rating delle agenzie (v. in part. la già ricordata sez. 939 A).

nel novembre 2012 ha rinviato a giudizio con l'accusa di manipolazione del mercato dirigenti e manager di Standard & Poors e di Fitch e dalla Procura della Corte dei conti del Lazio, che ha aperto una inchiesta per il danno erariale corrispondente al maggior costo del debito pubblico italiano causato dalle agenzie con ingiustificabili downgrading.

1.4.2 L'impatto dei rating sul mercato

Si è appena accennato alla difficoltà di formulare giudizi sulla qualità del rating sovrano, quella qualità – a dir il vero - che la regolamentazione pubblica intenderebbe innalzare e che frequentemente è oggetto di contestazione.

In particolare, il tema della qualità si intreccia strettamente con quello dell'effetto che i rating producono sull'andamento dei mercati. Invero, se si ritiene che i rating influenzino i mercati, il fatto che questi siano opachi o di cattiva qualità comporta il rischio di una manipolazione del mercato tanto più inaccettabile quanto alimentata da errori di stima o da interessi particolari.

La qualità del rating può essere intesa in termini molto differenti: a) come corrispondenza del rating a metodologie date; tuttavia, appare molto difficile operare verifiche in questa prospettiva; b) come stabilità del rating nel tempo; una previsione a medio termine può essere considerata di “buona qualità” se non richiede correzioni troppo frequenti e se il mutamento del rating è giustificato dalla variazione di fattori economici strutturali e non da andamenti congiunturali;⁴⁹ c) come capacità di segnalare la pericolosità di quei debitori che si rivelano effettivamente inadempienti in quanto se i default sovrani riguardano paesi posti a livelli bassi della graduatoria, si può dedurre che il rating sia stato assegnato correttamente.⁵⁰

⁴⁹ Bhatia (2002) e S.&P (2010) concordano nel qualificare come “fallimento del rating” il fatto che nel corso di un anno il rating abbia richiesto tre o più correzioni.

⁵⁰ La valutazione sulla qualità del rating è stata affrontata, con esiti parzialmente divergenti, in due analisi empiriche elaborate nell'ambito dal FMI in momenti diversi (2002 e 2012). Nella indagine

Le principali cause di tali fallimenti sono individuate sia nel rischio informativo sia nella limitatezza delle analisi e nel condizionamento derivante da ragioni d'interesse.

A riguardo, infatti, il primo e il più serio limite è la inadeguata base informativa derivante dall'inadeguatezza dei dati macroeconomici, soprattutto di provenienza statale, e quindi condizionati tanto dalla efficienza dei sistemi statistici nazionali, quanto dai criteri politici con cui gli stati spesso gestiscono e somministrano all'esterno i propri flussi informativi. Le agenzie possono integrare i dati disponibili con quelli del FMI e talvolta concordano con gli stati programmi di informazione ma resta tuttavia per esse molto difficoltoso l'accesso a informazioni complete per quanto riguarda i dati finanziari, l'andamento dei conti con l'estero, le riserve valutarie. Le difficoltà naturalmente sono tanto maggiori nel caso dei rating non richiesti dagli stati emittenti, quando per ovvie ragioni le agenzie non possono contare su dati diversi da quelli ufficiali e sulla collaborazione delle autorità.

I conflitti di interesse possono condizionare in modo rilevante la qualità del rating, visto che i proventi delle agenzie non vengono dagli utilizzatori, ma dalle autorità emittenti. I firewall interni creati per impedire i conflitti di interesse (codici di condotta, controlli periodici sul comportamento degli analisti, limitazione del voto all'interno dei comitati) possono rivelarsi muri di carta.⁵¹

ufficiosa del FMI svolta da Bhatia nel 2002 e cioè a ridosso della crisi asiatica, nel corso della quale molti rating erano stati tumultuosamente rivisti al ribasso, si rileva che nel quinquennio 1997-2002 in numero dei “fallimenti” del rating sovrano è rimasto elevato, nonostante l'impegno speso dalle agenzie per migliorare i loro prodotti.

⁵¹ Nella ricerca effettuata da J. Kiff, S. Nowack e L. Schumaker la qualità del rating viene valutata, sulla base di evidenze empiriche, sia sotto l'aspetto b) (i “fallimenti” del rating) sia sotto quello c) (il rapporto tra rating e fallimenti sovrani).

Quanto alla prima prospettiva, lo studio evidenzia che il numero medio dei fallimenti nel corso della crisi 2008-2010 risulterebbe in regresso. Tale maggiore stabilità del rating conseguirebbe al fatto che le agenzie, nell'intento di ridurre gli sbalzi eccessivi o troppo bruschi, hanno sviluppato nuove metodologie che legano la assegnazione del rating alla capacità dello stato di superare una crisi (non Through The Cycle, ma Through Crisis Criteria). La sottoposizione a stress test TTC, garantisce ai rating una maggiore stabilità nel tempo, ma li rende più allarmisti, con l'effetto indesiderabile di accentuare i comportamenti pro-ciclici degli investitori. Lo stesso studio pare tuttavia dubitare del fatto che la qualità del rating sovrano possa essere effettivamente valutata sul parametro della stabilità, allorché sopraggiungano trasformazioni economiche profonde che non consentano di distinguere nettamente tra fattori strutturali e congiunturali e rendono difficile ogni previsione a lungo termine: “all of this highlights the fact that risk is a forward-looking measure that is difficult to estimate when conditions change drastically”.

Lo studio del 2012 afferma poi che la qualità del rating, nella prospettiva c) (quella del confronto tra le previsioni e i fallimenti sovrani realmente avvenuti) possa essere ritenuta accettabile, dal momento

I dubbi e le critiche relative alla possibilità, l'attendibilità e la buona qualità dei rating sovrani si accompagnano ad interrogativi sull' impatto che essi producono sui mercati. Anche in questo caso, si sono registrate forti divergenze nella letteratura economica tra chi nega una effettiva capacità di condizionamento e chi comprende il rating sovrano tra quelle previsioni che hanno una forte attitudine ad autoavverarsi. Questo secondo orientamento pare tuttavia essere ormai prevalente, trovando un importante avallo negli studi più recenti del FMI.⁵² Le analisi dimostrano che gli outlook negativi producono un significativo effetto sullo spread, particolarmente accentuato nel caso dei paesi collocati ai livelli inferiori della graduatoria di rischio; che le decisioni di downgrading e upgrading, sebbene non influenzino direttamente lo spread, per la valenza para-regolatoria che è loro sovente attribuita, producono effetti rilevanti sulla liquidità del mercato, inducendo le istituzioni bancarie, le assicurazioni e i fondi pensionistici ad effettuare acquisti e vendite. Dati empirici confermerebbero infine l'esistenza di una rapporto causa-effetto tra i comportamenti delle agenzie ed il processo di dilatazione progressiva della forbice degli spread dei titoli sovrani verificatosi tra il 2005 ed il 2010: la “febbre” degli spread sarebbe stata cioè alimentata dai comportamenti delle agenzie.

Le agenzie, in conclusione, non si limitano a fotografare la realtà, ma la conformano, diffondendo giudizi, sotto forma di outlook e di rating formulati attraverso processi e metodologie che restano di incerta qualità. Tale capacità di condizionare il mercato dei titoli sovrani costituisce un dato di fatto, rispetto al quale diviene di secondaria importanza stabilire se e in quale misura ciò sia dovuto ad una volontà manipolatoria delle agenzie, alla buona qualità dei loro prodotto, al

che tutti i 14 fallimenti sovrani registrati tra il 1975 ed il 2009 hanno interessato stati che erano stati collocati da oltre un anno ai livelli più bassi della scala del rating, da BB- in giù. Tuttavia, il fatto che non si siano registrati errori clamorosi non parrebbe sufficiente ad attestare la qualità dei rating sovrani, in specie alla luce del fatto che questi, come si è in precedenza segnalato, pretendono di coprire non solo il rischio di fallimento sovrano, ma anche il rischio di downgrading, che a ben vedere è quello cui gli investitori mediamente prestano maggiore attenzione.

⁵² Il già citato studio di J. Kiff, S. Nowack e L. Schumaker conferma, sulla base di un'ampia ed aggiornata analisi empirica che confronta l'evoluzione del rating sovrano con quello dello spread dei titoli sovrani corrispondenti nel periodo compreso tra il mese di gennaio 2005 ed il mese di giugno del 2010, l'opinione già avanzata in precedenti ricerche secondo cui esiste una stretta relazione tra l'andamento dei titoli pubblici e l'attività delle agenzie.

fatto che i rating siano stati troppo generosamente richiamati dagli standard setters o all'attitudine gregaria dei mercati finanziari.

Non pare si possa a questo punto negare l'esistenza di un oggettivo conflitto tra i poteri sovrani (la loro pretesa di garantire la regolarità dei mercati, di custodire la stabilità finanziaria e di proteggere i propri interessi nella qualità di emittenti) ed un potere privato che viceversa condiziona i mercati ed interferisce nella possibilità degli stati di finanziarsi col debito pubblico rischiando di turbare la stabilità finanziaria.

1.5. Il conflitto di interessi e il cd. modello issuers-pays⁵³

Da tempo, sia la scienza giuridica che quella economica, si interrogano sui rischi di conflitto di interesse che possono caratterizzare l'operato delle agenzie di rating e sulla necessità di migliorare la *governance* delle agenzie ed i processi di assegnazione dei rating.

Ai fini di una obiettiva riflessione occorre far luce sul *modus operandi* delle agenzie di rating e sui modelli che adottano per emettere rating delineando i differenti modelli di business.

Nel primo modello c.d. *issuer-pays model*, l'emittente (*issuer*) si rivolge ad una o più agenzie di rating per ottenere la valutazione della propria affidabilità complessiva come prestatore di fondi (rating dell'emittente) o della rischiosità di uno specifico strumento finanziario che ha collocato o che intende collocare sul mercato (rating dello strumento finanziario). A fronte del servizio di valutazione e indipendentemente dal suo risultato, l'emittente paga un compenso all'agenzia: in questo caso, i ricavi dell'agenzia sono originati dalla cessione dei rating ai soggetti valutati. Tale modello, implica una stretta collaborazione tra l'emittente e l'agenzia in termini di circolazione delle informazioni rilevanti per la valutazione e ciò - se

⁵³ Cfr. ONADO, Imprese, banche, agenzie di rating nella crisi del terzo millennio, in AA.VV., Mercati finanziari e sistema dei controlli, Milano, 2005, p. 34.

venisse applicato secondo correttezza e responsabilità - potrebbe costituire proprio il punto di forza. L'applicazione virtuosa del modello *issuer-pays* prevede che l'agenzia di rating possa beneficiare, nel corso delle analisi, di un accesso privilegiato alle informazioni economico-finanziarie sull'emittente in quanto l'impresa che ha richiesto la valutazione dovrebbe operare con la massima trasparenza e fornire tutti gli elementi che consentano all'agenzia di rating di pervenire ad un giudizio soddisfacente e realistico.

Per altra strada, proprio tale modello potrebbe indurre a pratiche collusive per effetto delle quali l'agenzia di rating possa essere indotta a diffondere pareri eccessivamente positivi sul soggetto valutato a fronte di compensi diretti o indiretti pagati da quest'ultimo; come non si può trascurare la possibilità che l'agenzia di rating sia troppo accondiscendente nei confronti dell'emittente che paga la valutazione o che addirittura risulti essere uno dei maggiori azionisti della società stessa.⁵⁴ In particolare, sotto quest'ultimo profilo, il modello *issuers- pays* crea una tendenza conservativa delle agenzie, strette tra l'esigenza di non compromettere la relazione con l'emittente - per il quale un abbassamento del rating vorrebbe dire un incremento dei costi della raccolta del finanziamento sul mercato - e quella di proteggere la propria reputazione,⁵⁵ che potrebbe essere compromessa da successive revisioni al ribasso di emittenti inizialmente valutati come veri campioni di merito creditizio.

In definitiva, il modello di business *issuers- pays* comporta, inevitabilmente, il rischio di una forte riduzione del valore di segnalazione del rating, privandolo della garanzia di indipendenza della sottostante valutazione. È lo stesso modello *issuers-pays*, inoltre, a produrre i fenomeni di rating shopping e di impiego ricattatorio dei cc.dd. *unsolicited rating*,⁵⁶ ovvero giudizi non sollecitati.⁵⁷ Tali rating sono

⁵⁴ Capital World Investment è infatti contemporaneamente il primo azionista di Standard & Poor's (detiene il 10,26% della casa madre McGraw Hill) e il secondo maggiore socio di Moody's (con il 12,60%).

⁵⁵ In proposito si veda il par. successivo.

⁵⁶ Gli *unsolicited rating* sono rating emessi dalle agenzie in assenza di una specifica richiesta da parte dell'emittente. In linea teorica, un *unsolicited rating* dovrebbe presentarsi quale valutazione del merito creditizio dell'emittente libera da condizionamenti, in quanto non viziata dall'endemico conflitto derivante dall'essere il controllore remunerato dal controllato. Tuttavia, alcune grandi agenzie sono state accusate di aver fatto un uso ricattatorio e lesivo di rating ostili, cioè di essersi valse della minaccia derivante dall'emissione di rating particolarmente bassi al fine di persuadere il

promossi soprattutto dalle agenzie di minori dimensioni mosse da finalità competitive, intenzionate cioè ad espandere la propria quota di mercato assumendo l'iniziativa nel processo di rating.⁵⁸ Per esprimere rating non sollecitati, le agenzie utilizzano esclusivamente le informazioni diffuse al mercato, senza la possibilità di acquisirne ulteriori mediante un rapporto diretto con gli emittenti. I rating non sollecitati, pertanto, rischiano di essere meno affidabili rispetto a quelli originati dal modello *issuer-pays*, seppure svolgano una importante funzione di valutazione che risulta utile per gli investitori soprattutto in presenza di emittenti che ritardano o evitano la richiesta di pareri sulla propria meritevolezza creditizia⁵⁹ o che viceversa ricorrono ampiamente al fenomeno del “rating shopping”.⁶⁰ Tuttavia, l'intervento di altre agenzie che in assenza di un pagamento specifico e dunque di potenziali conflitti di interesse rilasciano autonomamente il rating sul medesimo emittente o strumento finanziario, costituisce una forma di protezione per gli investitori che beneficiano di rilevanti elementi di comparazione; i rating non sollecitati, pertanto,

soggetto valutato ad acquistare da esse servizi accessori ovvero a commissionar loro l'emissione del rating, lasciando chiaramente intendere che in tal caso il giudizio avrebbe potuto essere migliore.

⁵⁷ Le agenzie di rating, sovente emettono *rating* non sollecitato a società o istituzioni; questo comportamento rivelerebbe, secondo alcuni, un modo strategico di conquistare nuovi mercati con la minaccia implicita di emettere un rating più basso qualora l'emittente valutato non garantisca un pagamento. Ma il problema che maggiormente influisce sul conflitto d'interessi è quello della consulenza ancillare: in cambio di una tariffa addizionale le agenzie di rating sono disposte a classificare il possibile effetto di futuri scenari come acquisizioni, vendita di azioni.

⁵⁸ Per un approfondimento su questo punto si veda Christina E Banner, Patrick Behr, André Guttler, *Do unsolicited ratings contain a strategic rating component?* p. e 3 ss. (2008), www.frankfurtschool.de/content/eu/fipema/research/publications.html.

Degli stessi Autori v. anche *Rating opaque borrowers: why are unsolicited ratings lower?* (2009), <http://hdl.handle.net/10419/30175>. V. anche L. White, op. cit. p.216. Qualche accenno si trova anche nella dichiarazione di Froeba alla Commissione senatoriale. P. Van Roy, *Is there a difference between solicited and unsolicited ratings and if so, why?*, NBB, Working paper n.79, February 2006, p.1- 2, dopo aver richiamato le statistiche SEC, secondo le quali i rating unsolicited non risultavano altrettanto favorevoli di quelli solicited.

⁵⁹ Sull'argomento un'accurata analisi è sviluppata da KORMOS, *Quis custodiet ipsos custodies? Revisiting Rating Agency Regulation*, disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=1085132>, p. 18 ss. PRESTI, *Le agenzie di rating*, cit., p. 91. Appare evidente come l'uso ricattatorio degli unsolicited ratings sia una potente arma di cui le grandi agenzie dispongono in virtù della reputazione di cui godono, della quale possono essere tentate di abusare al fine di rafforzare la propria posizione e chiudere ulteriormente il mercato. L'effetto è, ancora una volta, la produzione di rating non rispondenti a corrette valutazioni. D'altro canto, tuttavia, gli unsolicited rating rappresentano uno dei pochi strumenti attraverso cui le agenzie di minori dimensioni possono farsi conoscere e crearsi una reputazione sul mercato fornendo, peraltro, agli investitori un'opinione ulteriore rispetto a quella prodotta dal soggetto remunerato dall'emittente valutato

⁶⁰ Tale espressione si riferisce al caso in cui l'emittente si rivolge all'agenzia di rating più compiacente, ovvero quella che sembra orientata a formulare i giudizi più congeniali alle attese dell'emittente per effetto dei criteri e dei metodi di valutazione da essa applicati.

secondo Alcuni opererebbero come un meccanismo di difesa del mercato contro il *rating shopping*.⁶¹ Gli emittenti hanno tutto l'interesse di andare alla ricerca dell'agenzia disposta ad emettere un rating corrispondente al livello che si desidera o della quale si necessita; ciò è fonte di evidenti conflitti d'interesse poiché, per timore di perdere un cliente ovvero al fine di acquisirne di nuovi, l'agenzia potrebbe assecondare tali richieste e fornire rating inflazionati. Ma quel che è ancor più grave è l'effetto che le pratiche di rating shopping sono in grado di produrre, dal momento che il mercato verrà a conoscenza solamente della valutazione più ottimistica inquinata dal conflitto d'interesse.⁶²

In loro difesa, tuttavia, le agenzie di rating insistono sui vantaggi che derivano dall'*issuer pays model* in quanto solo grazie all'attuale modello di business chiunque degli attori interessati del mercato può accedere alle stesse informazioni, con le stesse modalità e nello stesso tempo, realizzando, pertanto, un omogeneo campo di azione e una base comune per analizzare il rischio.

A supporto della loro tesi, le agenzie di rating adducono altresì una più alta qualità dei rating, realizzata attraverso un monitoraggio costante da parte del mercato e realizzabile solo con tale modello. Inoltre, i costi ingenti necessari per sviluppare e mantenere alti standard ed assumere personale con elevata esperienza e professionalità non potrebbero essere coperti con le tariffe da sottoscrizione. Un modello basato su sottoscrizioni, pertanto, limiterebbe seriamente la trasparenza e il largo uso dei rating, poiché l'accesso sarebbe necessariamente costoso e riservato ai soli sottoscrittori. Questo modello non solo si tradurrebbe in minori e non maggiori

⁶¹ Per un'analisi del fenomeno del rating shopping si rinvia a V. SKRETA e L. VEDLDKAMP, *Ratings shopping and asset complexity: A theory of ratings inflation*, Journal of Monetary Economics, Elsevier, vol. 56(5), 2009, pp 678-695.

⁶² Quest'aspetto è ben sottolineato da MARIS, *The regulation of credit rating agencies in the US and Europe: historical analysis and thoughts on the road ahead*, disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=1434504>, p. 9, e costituisce un elemento importante per spiegare i gravi ritardi nel declassamento di emittenti importanti, spesso avvenuti, come già si è detto, quando la cattiva qualità del loro merito creditizio era già ampiamente nota al mercato. L'esempio sovente riportato è quello relativo al fallimento di Enron. La società, che fino a quattro giorni prima del default godeva dell'investment grade da parte di Moody's e Standard & Poor's, era stata declassata a junk dall'agenzia Egan-Jones cinque mesi prima rispetto alle altre due agenzie. Egan-Jones riscuote le commissioni dagli investitori e non dagli emittenti: "in other words, each downgrade causes deterioration, which may warrant a further downgrade, which may cause further deterioration, and so on..." HILL, *Regulating the Rating Agencies*, in 82 Washington University Law Quarterly, 2004, p. 69. Per ulteriori considerazioni sulle conseguenze che questo meccanismo può produrre sull'operato delle agenzie v. FERRI e LACITIGNOLA, *Le agenzie di rating*, cit., p. 112 ss.

informazioni per il mercato, ma provocherebbe altresì la rimozione di un importante controllo sulla verosimiglianza del rating effettuato dallo stesso mercato. Per di più, poiché le tariffe di sottoscrizione sarebbero notevoli, molti investitori tra cui soprattutto investitori individuali, non sarebbero in grado di permettersi l'accesso alle informazioni di rating. Il risultato probabile sarebbe doppiamente dannoso: o questi investitori non avrebbero accesso ai rating o si svilupperebbe un mercato nero dei rating.

Al modello descritto, si contrappone il modello *investor-pays* o *subscriber-pays*, in cui è l'investitore (una banca, un'impresa di assicurazione, un investitore istituzionale o talvolta individuale) a richiedere e pagare il rating per potersi avvalere, nelle proprie scelte di investimento, di giudizi professionali e obiettivi sul rischio di insolvenza dell'emittente. In particolare, l'investitore ricerca elementi che gli consentano di stabilire a priori se l'operazione finanziaria sia coerente o meno con la propria propensione al rischio. Per effettuare una valutazione con il modello *investor – pays*, l'agenzia di rating impiega tutte le informazioni disponibili alla comunità finanziaria e rilascia un parere che l'investitore avrebbe difficoltà a formulare in autonomia.

A differenza dei rating *issuer-pay* che sono pubblicati apertamente, i rating *investor-pays* hanno carattere riservato, essendo comunicati soltanto al soggetto che ne ha fatto domanda e che ha diritto alla tutela del servizio per il quale ha pagato. Un modello, a ben vedere che potrebbe scongiurare il rischio di conflitto di interessi e restituire maggiore serenità e trasparenza al mercato finanziario ma che, tuttavia, stenta a decollare per gli ingenti costi che gli investitori dovrebbero affrontare.

Una variante del peculiare modello *investor paid* appena illustrato, elaborato da due economisti Grundfest e Petrova,⁶³ esclude il sistema di tipo *buyer-pays*, al contempo proponendo la costituzione di un'agenzia di rating direttamente di proprietà degli investitori istituzionali e da essi controllata (Investor Owned and Controlled Rating Agency, IOCRA) che faccia da contrappeso alle agenzie tradizionali. In base a questa proposta, gli emittenti ogni volta che commissionano

⁶³ Cfr J. A. GRUNDFEST, E. PETROVA, *Buyer owned and controlled rating agencies: A summary introduction*. Securities and Exchange Commission, come alternativa ai modelli già utilizzati <http://www.sec.gov/comments/4-579/4579-10.pdf>. 2009.

un rating ad un'agenzia, dovrebbero essere obbligati per legge a commissionare anche un giudizio ad una IOCRA, così da offrire al mercato anche un'opinione realmente indipendente sul proprio merito di credito. Così operando, si creerebbe un modello di mercato ibrido, in cui gli emittenti sussidiano anche delle agenzie che operano nell'interesse degli investitori. Tale proposta presenta effettivamente un carattere innovativo in quanto delinea una forma di mercato nuova e teoricamente sostenibile; tuttavia, l'introduzione di questa nuova categoria di agenzie può mostrare anche degli aspetti problematici.

In primo luogo, per essere competitive, tali agenzie devono essere adeguatamente remunerate, ma tale remunerazione si tradurrebbe in maggiori costi per gli emittenti (che rischiano di vedere i costi dei servizi di rating raddoppiati) e di conseguenza disincentiverebbe l'emissione stessa di strumenti finanziari. In secondo luogo, gli investitori medesimi, specie se sofisticati come quelli che dovrebbero controllare la IOCRA, non sono parti terze e imparziali, ma al contrario possono avere interesse che la loro agenzia emetta un determinato giudizio. Ad esempio, un investitore istituzionale che voglia porre in essere una politica di investimento aggressiva potrebbe essere lui per primo indotto a esercitare pressioni sulla IOCRA affinché attribuisca un rating basso ad un titolo che intende acquistare, al fine di poterlo detenere in quantità maggiore rispetto a quanto previsto dalle normative prudenziali.

Un ulteriore tipo di condotta opportunistica che può essere posta in essere dagli emittenti consiste nella pratica del *cherry-picking*; in tal modo, l'emittente commissiona in via confidenziale più rating a diverse agenzie e decide di divulgare al mercato solamente il rating più elevato tra quelli ricevuti. Tale condotta ricalca perfettamente la già evidenziata dinamica propria del modello *issuer paid*, in base alla quale il mercato è dominato dall'agenzia più indulgente ed è idonea a neutralizzare completamente la funzione informativa delle agenzie nei confronti del mercato, che viene a conoscenza di un rating solo qualora esso sia gradito al soggetto cui è attribuito.⁶⁴

⁶⁴ v. PAGANO, M – VOLPIN, P., *Credit Ratings Failures and Policy Options*, in *Economic Policy*, vol.42, 2010, p. 401 ss.

Tuttavia, come appare evidente, nessuna delle soluzioni proposte si presenta immune da difetti per cui la scelta di una di esse da parte del regolatore dovrebbe essere preceduta da uno scrupoloso lavoro di studio e verifica, volto ad appurare se l'adozione di una delle alternative prospettate non gravi gli attori del mercato di costi eccessivi e non introduca dinamiche collusive che interessano gli investitori o le istituzioni politiche.

Un approccio diverso volto a contrastare il conflitto di interesse delle agenzie avanza la possibilità di costituire un'agenzia di rating pubblica la quale possa emettere giudizi che possano servire da parametro per verificare l'esattezza di quelli emessi dalle altre. Una simile agenzia pubblica di fatto si atterrebbe alla stregua di un'autorità di vigilanza sul settore, e, con ogni probabilità, sarebbe immune alle pressioni esercitate dagli emittenti, non ricevendo da essi alcun compenso. Tuttavia, tale ente sarebbe soggetto ad altri condizionamenti, come quelli provenienti dalle istituzioni politiche, che potrebbero avere interesse a fare ottenere dei giudizi elevati a certi emittenti aventi un peso rilevante negli interessi nazionali; oltretutto sarebbe difficile assumere una posizione *super partes* nell'emissione di rating destinati alla nazione o all'organismo sovranazionale (quale può essere la Comunità Europea) del quale è emanazione, riproducendosi nei suoi confronti la medesima situazione di conflitto di interesse che le agenzie private instaurano con gli emittenti.

Peraltro, in materia di conflitti di interessi, la normativa europea impone da un punto di vista organizzativo la predisposizione di una *chinese wall* tra analisti che lavorano al rating e personale che negozia il compenso col cliente, prescrivendo anche dei limiti temporali tali da introdurre un meccanismo di rotazione tra gli analisti ed impedire in tal modo, l'instaurazione tra costoro e l'ente valutato di relazioni di lungo corso caratterizzate da un elevato rischio di collusione. Pertanto, a seconda della centralità delle proprie mansioni nella predisposizione del rating, un singolo analista potrà offrire i propri servizi a favore del medesimo emittente per un periodo massimo di quattro, cinque o sette anni, al termine dei quali sarà tenuto ad

astenersi per un periodo pari a due anni, prima di potere nuovamente intrattenere relazioni lavorative col medesimo soggetto.⁶⁵

Se queste limitazioni temporali siano appropriate e siano in grado di contrastare l'insorgenza di situazioni di conflitto di interesse è una questione alla quale solamente l'evoluzione del mercato dei prossimi anni potrà fornire una risposta.

E' possibile, tuttavia, osservare come la sua stessa predisposizione costituisca un considerevole passo avanti rispetto al vuoto normativo che l'ha preceduta e come l'efficacia delle prescrizioni da essa poste dipendano necessariamente dalla convergenza tra le normative finanziarie dei paesi europei coinvolti.

1.5.1 La disciplina europea in materia di conflitti di interesse

Riguardo al problema dei conflitti di interesse, la disciplina europea mira espressamente ad impedire, con l'emanazione del Regolamento Comunitario,⁶⁶ il prodursi di situazioni di conflitto che concernano non solo l'agenzia nel suo complesso, ma anche i suoi singoli manager, analisti e dipendenti tentando in tal modo di contrastare e prevenire l'insorgere di situazioni a rischio tramite la previsione di requisiti organizzativi ed operativi a carico l'agenzia di rating registrata.

La prima tipologia di requisiti presenta una portata decisamente innovativa, in quanto contiene alcune norme che hanno l'effetto di incidere profondamente sul

⁶⁵ In merito alle ipotesi di conflitto di interesse previste v. reg. CE 1060/2009, allegato I, sez. B, par. 3.

Sui servizi accessori vietati e ammessi, v. reg. CE 1060/2009, allegato I, sez. B, par. 4; reg. CE 1060/2009, artt. 37-38; reg. CE 1060/2009, art. 7 nonché l'allegato I, sez. C.

⁶⁶ Si v. art. 6 e 7 del Regolamento 1060/2009 Allegato I, sez. A e B, secondo cui “[è] opportuno che le agenzie di rating del credito evitino situazioni di conflitto di interesse e gestiscano tali conflitti adeguatamente quando essi sono inevitabili, in modo da garantire la propria indipendenza. È opportuno che le agenzie di rating del credito rendano pubblici i conflitti di interesse in modo tempestivo. È opportuno altresì che esse conservino la documentazione di tutti i fattori che minacciano l'indipendenza dell'agenzia e dei suoi dipendenti e di altre persone partecipanti al procedimento di rating, nonché di tutte le misure di salvaguardia applicate per attenuarli”

governo societario dell'agenzia che in precedenza costituiva un ambito mai preso pienamente in considerazione dalla regolazione. In base a tale disciplina, il consiglio di amministrazione deve essere composto al suo interno da almeno un terzo di membri indipendenti (in numero minimo di due) che non partecipano alle attività di rating, non sono retribuiti secondo i risultati economici dell'agenzia, possono rimanere in carica per un massimo 5 anni senza la possibilità di alcun rinnovo e non possono essere rimossi dal loro incarico se non in caso di condotta scorretta o scarso rendimento professionale. A ben vedere, tali amministratori indipendenti rivestono le funzioni che nelle grandi realtà societarie sono solitamente demandate al comitato per il controllo interno (l'audit committee dell'esperienza anglosassone), in quanto – oltre alle ordinarie attività di supervisione che spettano in linea generale al consiglio di amministrazione – è a loro attribuito il compito di esercitare un regolare controllo sullo sviluppo delle politiche di rating e sulle metodologie adottate dalle agenzie. Così come delineati, risultano essere oggetto delle loro attività di controllo, l'efficacia del sistema di controllo interno dell'agenzia e delle procedure istituite per l'individuazione, l'eliminazione, la gestione e la comunicazione dei conflitti di interesse in cui l'agenzia possa incorrere. Peraltro, affinché queste mansioni possano essere svolte correttamente, la normativa impone che all'interno dell'agenzia siano istituiti un dipartimento con funzioni di controllo sulla conformità alla normativa vigente (c.d. *compliance function*) e una divisione di revisione (*review function*). Il dipartimento addetto alla *compliance* – totalmente estraneo alle attività di rating e non retribuito secondo i risultati economici dell'agenzia - si occupa del controllo sull'adeguatezza e l'efficacia delle procedure interne volte a garantire il rispetto della normativa prevista dal Regolamento, mentre la funzione di revisione è addetta al controllo periodico sulle metodologie ed ai modelli matematici impiegati nell'emissione dei giudizi rispondendo del proprio operato unicamente ai membri indipendenti del consiglio di amministrazione. La previsione di questi requisiti di governo è un dato sicuramente innovativo, in quanto volto a dettare una struttura minima obbligatoria

del sistema di controllo interno dell'agenzia, analogamente a quanto avviene per gli intermediari e le società quotate che sono sovente oggetto del rating.⁶⁷

La regolazione europea, al di là della differente tecnica di redazione normativa, nella sostanza non sembra discostarsi eccessivamente dall'approccio statunitense;⁶⁸ invero, nonostante la disciplina comunitaria non riprenda la bipartizione americana tra ipotesi sanabili e ipotesi non sanabili, di fatto essa propone una serie di divieti corredati da un generale dovere in capo all'agenzia di provvedere alla identificazione, alla comunicazione e alla gestione tramite apposite procedure di qualsiasi situazione potenzialmente capace di configurare un conflitto di interessi.

I divieti posti – rinvenibili anche nel contesto americano - concernono i casi in cui l'agenzia possiede strumenti finanziari dell'ente oggetto del rating ovvero vanta direttamente o indirettamente qualsiasi altro diritto di proprietà nei suoi confronti; i casi in cui il rating concerne un soggetto legato all'agenzia da un rapporto di controllo ovvero quelle situazioni in cui i dipendenti coinvolti nell'emissione del rating rivestono cariche nell'ente sottoposto a valutazione o più genericamente intrattengono con esso relazioni che potrebbero generare conflitti di interesse.

Peculiari alla normativa comunitaria appaiono invece le norme volte a limitare i conflitti di interesse connessi con la prestazione di servizi accessori, che si sono verificati in particolar modo nel mercato dei prodotti strutturati. Il regolamento opta per un approccio restrittivo, proibendo all'agenzia di offrire ai soggetti sottoposti ai suoi rating qualsiasi servizio di consulenza relativo alla loro struttura societaria o giuridica e alla gestione dei loro *asset* patrimoniali. I servizi che l'agenzia può invece prestare sono espressamente elencati e consistono nella predisposizione di previsioni di mercato, di valutazioni di trend economici e di analisi dei prezzi e di dati.

Risulta essere invece una debolezza della normativa *de qua*, la circostanza che in sede comunitaria non si sia provveduto a specificare in modo preciso e unitario le sanzioni a presidio delle prescrizioni poste dal regolamento. La normativa indica in

⁶⁷ In merito alla struttura e alle funzioni di tale organo si vedano: Allegato I, Sezione A, Paragrafo 2, reg. CE 1060/09; Allegato I, sezione A, paragrafo 5 del regolamento 1060/2009; Allegato I, sezione A, paragrafo 9 del regolamento 1060/2009.

⁶⁸ In proposito si veda il capitolo successivo.

via generale una serie di misure aventi carattere sanzionatorio irrogabili all'agenzia che non ottemperi agli obblighi discendenti dal Regolamento, affini a quelle previste in USA ma contemporaneamente demanda la loro definitiva specificazione agli stati membri, statuendo solamente che esse debbano essere efficaci, proporzionate e dissuasive.

Potrebbe obiettarsi che non corredare la puntuale descrizione delle condotte vietate di un'elencazione delle sanzioni altrettanto precisa e omogenea appaia come un'operazione rischiosa, da un lato perché la potenziale discrepanza sanzionatoria anche minima tra diversi ordinamenti statali può dare vita ai fenomeni di forum shopping che il regolamento avrebbe invece la funzione di evitare; dall'altro perché solo un *corpus* di sanzioni razionale e unitario può garantire un'applicazione efficace e uniforme della disciplina.

Nel complesso, se questi termini siano appropriati e possano efficacemente evitare l'insorgere di situazioni di conflitto d'interessi è una questione alla quale solamente l'osservazione empirica dei prossimi anni potrà dare risposta, tuttavia, una nota di ottimismo relativamente al tema dei conflitti di interesse deriva dalla recente riforma adottata dal regolatore europeo, di cui se ne darà contezza nel terzo capitolo.

1.6. Il capitale reputazionale delle agenzie di rating ed i c.d. Reputational Intermediaries

L'assunto di partenza è che il rating incorporerebbe non solo informazioni sul merito di credito di un certo emittente o strumento finanziario, ma anche la reputazione dell'agenzia che lo ha prodotto. In altri termini, la qualità del rating dipenderebbe in misura rilevante dalla reputazione e dalla credibilità che l'agenzia che lo ha emesso ha guadagnato operando sul mercato.

Per lungo tempo si è creduto che il capitale reputazionale fosse il bene più prezioso per le agenzie; un bene verso il cui incremento e conservazione esse avrebbero sempre naturalmente proteso. Nel meccanismo di reputazione si vedeva un presidio pienamente capace di garantire l'obiettività, l'indipendenza e l'accuratezza dei rating dal momento che la perdita di fiducia degli investitori avrebbe significato l'azzeramento del valore del prodotto che le stesse agenzie vendono sul mercato.

In ragione di ciò, l'emittente destinataria di un rating elevato da parte di un'agenzia dotata di un significativo capitale reputazionale sarebbe stata in grado di collocare il proprio debito presso una platea più ampia di investitori e ad un costo relativamente più basso di quello che avrebbe dovuto sostenere ove non avesse fatto ricorso al rating.⁶⁹ in tal senso, la prospettiva della perdita di tale reputazione poteva sterilizzare i potenziali conflitti d'interesse garantendo l'obiettività e l'indipendenza delle loro valutazioni.⁷⁰

Tale postulato, peraltro, non può non tener conto che le agenzie di rating-impropriamente - operano come diffusore della fiducia specialmente in quelle aree in cui il regolatore, lascia dei vuoti normativi, delle aree di incertezza o di scarsa trasparenza, espletando - secondo una ricostruzione sociologica,⁷¹ - una funzione complementare a quella del regolatore. Questa funzione complementare delle agenzie rispetto al regolatore nella diffusione della fiducia nel sistema sembra

⁶⁹ Cfr. FERRI e LACITIGNOLA, *Le agenzie di rating*, cit. pag. 16.

⁷⁰ Così come nell'economia dell'informazione, anche in una ricostruzione sociologica dell'economia la reputazione si pone quindi come importante correttivo all'incertezza del mercato, con la differenza che mentre in ambito economico essa ha un contenuto informativo che su base razionale completa l'informazione mancante, in ambito sociologico essa ha invece un fondamento parzialmente irrazionale, consistente in una percezione in gran parte istintiva di sicurezza che il soggetto che ne è portatore è capace di infondere negli altri attori del mercato. In altri termini, il soggetto che gode di una buona reputazione opera come un diffusore di fiducia nel sistema, riuscendo a trasmettere un impulso ottimistico alle controparti con cui si relaziona. Infatti, come in macroeconomia il moltiplicatore keynesiano consiste in uno stimolo di spesa che si autoreplica col passaggio da un soggetto all'altro, aumentando esponenzialmente la quantità di reddito prodotta e la propensione al consumo di ciascun beneficiario di tale spesa, così il soggetto avente buona reputazione agisce come un moltiplicatore di fiducia, fornendo uno stimolo iniziale alla macro-fiducia sistemica, che in virtù dell'autorevolezza del soggetto dal quale proviene lo stimolo si autoreplica e si diffonde per tutto il mercato. Sui fattori alla base delle fasi di irrazionale euforia del mercato v. l'opera fondamentale di SHILLER, R. J., *Euforia Irrazionale – Analisi dei Boom di Borsa* (tit. orig. *Irrational Exuberance*, Princeton, Princeton University Press, 2000.), Bologna, Il Mulino, 2000, pp. 39 ss.

⁷¹ La rilevanza intertermini sociologici di questo fenomeno è sottolineata a proposito delle anche in MUTTI, A., *Le inerzie della fiducia sistemica*, in *Rassegna Italiana di Sociologia*, 2004, 3, p. 424.

convergere con i risultati delle ricostruzioni operate da studiosi del diritto che vedono nelle agenzie di rating un soggetto con funzione para-regolamentare, al quale il regolatore stesso ha delegato parte del proprio potere normativo ovvero il potere di determinare la conformità con la normativa di vari soggetti operanti sul mercato.⁷²

Intrinsecamente collegata a tale ricostruzione è il modello anglosassone dei c.d. Reputational Intermediaries il quale identifica, la collocazione delle agenzie di rating nei mercati finanziari e che, pur avendo un carattere meta-giuridico, appare centrale per cogliere lo stesso peculiare atteggiarsi della regolamentazione giuridica rispetto a questi soggetti e al loro modo di produrre il bene “fiducia”.

I Reputational Intermediaries sono, invero, una chiara espressione della socialità del mercato, vale a dire della presenza, al suo interno, di interessi super-individuali che accomunano l'insieme dei soggetti che si rivolgono al mercato in qualità di acquirenti o di offerenti e che non possono essere soddisfatti individualmente, all'interno dei singoli rapporti di scambio.

In modo specifico gli “intermediari reputazionali” sono operatori, anch'essi privati, che rispondono alla necessità di offrire determinati beni informativi (necessari al fine di consentire la conclusione di singoli scambi) laddove sussistano fisiologiche asimmetrie informative tra offerenti e acquirenti. In quanto la funzione dell'intermediario è volta a incrementare la fiducia negli scambi, la sua attività può risolversi anche nella segnalazione dell'idoneità del prodotto allo scopo che l'acquirente intende realizzare, al di là della concreta trasmissione delle informazioni: i meccanismi fiduciari operano, in tal senso, nel presupposto che un controllo sia stato effettivamente svolto e che quelle informazioni siano disponibili, anche se non sono concretamente trasmesse. Ne consegue che, gran parte delle certificazioni di mercato risultino articolate secondo questo meccanismo, nell'intento di offrire ai consumatori degli orientamenti segnaletici che presuppongono un'attività di verifica a prescindere dal concreto corredo informativo che le certificazioni sono in grado di trasmettere.

⁷² Trattasi della c.d. “regulatory license” esaminata per primo da PARTNOY, F., *The Paradox of Credit Ratings*, University of San Diego Law & Economics Research Paper No. 20., 2001, scaricabile dal sito del SSRN all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=285162>.

La specializzazione richiesta nel fornire simili informazioni crea i presupposti perché sia il mercato stesso a selezionare, mediante il meccanismo degli scambi ripetuti, gli operatori maggiormente in grado di offrire tali valutazioni, operatori che quindi fondano la propria legittimazione sulla capacità di rispondere alle esigenze del mercato e su quella di saper mantenere e migliorare simili caratteristiche nel tempo.

Il tema delle agenzie di rating è stato a lungo trascurato dalla dottrina, con la conseguenza che la vecchia e, come abbiamo visto, ormai insostenibile, “teoria reputazionale” è rimasta in piedi ben oltre la comparsa del saggio di Portnoy. La circostanza consente in parte di spiegare l’atteggiamento delle corti americane che hanno continuato - fino ad oggi - a rigettare i ricorsi promossi contro i rating emessi dalle agenzie giustificando l’attività delle stesse come opinioni protette dal I Emendamento.

L’argomento, se può reggere sulla base della teoria “reputazionale”, nata, tuttavia, in un contesto temporale diverso e cioè quando le agenzie costituivano il braccio operativo della stampa finanziaria, perde oggi ogni consistenza dopo che la legislazione ha investito le agenzie di rating di ulteriori poteri che verranno esaminati di seguito.⁷³

⁷³ E’ vero, peraltro, che l’interpretazione del I Emendamento da parte della Corte Suprema è servito anche in altre fattispecie a coprire col sacro mantello della libertà di espressione forme di straordinario condizionamento dell’esercizio del potere da parte dei privati. Si pensi, al riguardo, al filone giurisprudenziale, che da *Buckley v. Valeo* (1976) a *Citizens United v. Federal Electoral Commission* (2010) giustifica il finanziamento virtualmente illimitato delle campagne elettorali da parte delle grandi corporations con la tesi che “Money is Speech”. Mentre in questi casi la giurisprudenza è stata notevolmente contestata, la configurazione dei rating come “opinioni” è rimasta indenne da critiche per parecchio tempo, giovandosi della disattenzione dei giuristi e dell’opinione pubblica qualificata.

Capitolo II – La normativa e le prospettive di regolazione

2.1. La normativa globale

Le crisi che si sono susseguite nei mercati finanziari hanno reso più impellente l'esigenza di una riforma sostanziale nel settore, finalizzata al confronto tra istituzioni nazionali e sovranazionali, investite di funzioni di vigilanza, di regolazione e consultive nell'ambito dei mercati dei capitali.

Per lungo tempo, il mercato finanziario è stato considerato capace di autoregolamentarsi determinando in tal modo la crisi del diritto pubblico classico; di conseguenza il prevalere della *deregulation* ha affievolito il sistema delle regole sul quale si è innescata la crisi economica. Di seguito, si intende portare l'attenzione sui maggiori interventi normativi americani ed europei analizzandone l'eziologia e l'evoluzione fino ai nostri giorni.

2.1.1 La regolazione negli USA

Il modello di mercato esposto nel capitolo precedente ha iniziato a registrare qualche cambiamento allorché in risposta ad alcuni rating macroscopicamente errati emessi dalle agenzie, il Legislatore statunitense è intervenuto per la prima volta introducendo una disciplina volta a regolare la struttura e la funzione delle agenzie e imponendo loro requisiti organizzativi e professionali.

I primi interventi erano principalmente finalizzati da un lato, a rendere più concorrenziale il mercato del rating, rimuovendo o quantomeno allentando alcune

barriere al suo ingresso idonee a scoraggiare la nascita di nuove agenzie; dall'altro ad istituire una più penetrante vigilanza sulle grandi agenzie che, pur salvaguardando la loro necessaria libertà di giudizio, le obbligasse ad attenersi a standard organizzativi ed operativi atti ad assicurare la qualità dei giudizi emessi.

In particolare, all'inizio degli anni Trenta, nel quadro delle misure adottate dopo il grande crollo del '29, si registra per la prima volta negli USA il rinvio al rating per scopi regolamentari allorché l'*Office of the Comptroller of the Currency* impone alle banche di valutare ai prezzi correnti di mercato le obbligazioni detenute in portafoglio con un rating inferiore *all'investment grade*.

Nel 1936, il medesimo ufficio del Dipartimento del Tesoro americano stabilisce una misura ancora più incisiva, imponendo alle banche americane limiti all'acquisto di obbligazioni che non avessero ottenuto la valutazione di *investment grade* da parte di almeno due agenzie di rating. Tuttavia, nonostante la portata assolutamente innovativa della disposizione⁷⁴ nessun esplicito riferimento era fatto ai criteri in base ai quali selezionare le agenzie i cui rating dovessero essere presi in considerazione; semplicemente, venivano richiamati i *recognized rating manuals*, i quali indicavano come *recognized raters* le maggiori agenzie allora esistenti, vale a dire Moody's, Standard & Poor's e Fitch.

Nei quattro decenni successivi non si registrano novità significative, fino a che, a partire dal 1973, i rating iniziano ad essere incorporati in misura sempre più cospicua in importanti normative afferenti ai settori bancario, assicurativo, pensionistico e dei mercati mobiliari ed immobiliari.

In questo quadro, un cambiamento epocale si registra con la decisione della SEC di stabilire - con la Rule 15c3-1 - per i securities brokers-dealers (i.e., le imprese di investimento) dei requisiti minimi di capitale (c.d. net capital rule) connessi alla qualità dei bonds detenuti nei loro portafogli, utilizzando a tal fine il rating ad essi attribuito.

⁷⁴ Fino a quel momento, i giudizi delle agenzie non avevano avuto alcun valore legale; il loro successo era stato esclusivamente determinato dal grande sviluppo dei mercati obbligazionari statunitensi, che aveva reso necessaria per gli investitori la disponibilità di valutazioni circa la bontà dei progetti di investimento. Un'esigenza questa, non avvertita in precedenza, quando la maggior parte delle obbligazioni erano sovrane o comunque garantite dagli Stati ed era quindi ragionevole assumere la piena solvibilità delle stesse.

Per indicare le agenzie cui faceva riferimento, la Commissione utilizzò l'espressione "NRSRO"⁷⁵ (Nationally Recognized Statistical Rating Organization) identificandone alcune che soddisfacevano i requisiti richiesti, anche se sostanzialmente, lo status di "NRSRO" era concesso a discrezione della SEC sulla base di valutazioni non scritte. Se, dunque, le agenzie erano state ufficialmente riconosciute, nessun provvedimento era ancora stato emesso allo scopo di regolamentare la loro attività in maniera certa ed oggettiva.

La SEC non solo non formalizzò mai i criteri e le procedure rilevanti ai fini del riconoscimento dello status di NRSRO⁷⁶ - del quale per un lungo periodo di tempo hanno goduto le sole Big Three⁷⁷ - ma continuò a far affidamento sul criterio del riconoscimento nazionale dell'aspirante NRSRO.

Oltre alla mancata definizione formale dei criteri per l'attribuzione dello status di NRSRO, il paradosso era completato dal fatto che a favore delle agenzie elette era stata conferita una delega regolamentare in bianco: erano le agenzie di rating a decidere - nella più totale e opaca discrezionalità - la nozione di *investment grade*; a stabilire la metodologia per accertare se una determinata emissione integrasse o meno tale nozione; a condurre l'esame concreto delle singole emissioni sulla base delle loro procedure, senza che esse fossero soggette ad alcuna disciplina o qualunque forma di vigilanza.⁷⁸

⁷⁵ Con tale definizione si vuole individuare l'agenzia candidata come futura agenzia regolarizzata all'interno della SEC

⁷⁶ Tale riconoscimento aveva luogo tramite l'invio di una *no-action letter* alle agenzie richiedenti, con la quale si comunicava che la Division of Market Regulation della SEC non avrebbe intrapreso alcuna azione contro i broker-dealers che avessero utilizzato i rating dell'agenzia in questione. Cfr. WHITE, *A New Law*, cit., p. 50.

⁷⁷ Moody's, Standard & Poor's e Fitch furono designate come NRSROs nel 1975; Du & Phelps nel 1982; MCM nel 1983; nel 1991 IBCA e nel 1992 Thomson BankWatch limitatamente al settore bancario e finanziario. Nel 1991 MCM venne assorbita da Du & Phelps; in seguito Fitch acquisì IBCA nel 1997 e Du & Phelps e Thomson BankWatch nel 2000, così che le NRSROs tornarono ad essere solamente tre. Nel 2003 ottenne il riconoscimento la canadese Dominion Bond Rating Agency e nel 2005 A.M. Best Company, Inc. Nel 2007 toccò alle nipponiche Japan Credit Rating Agency, Ltd. e Japan Rating & Investment Information, Inc. Un mercato molto ristretto in cui, fino al 2007, hanno operato solo sei agenzie di cui solamente quattro a vocazione generale.

⁷⁸ In quel momento delicato per i mercati finanziari mondiali, il regolatore americano attribuì alle agenzie di rating una funzione di supplenza regolamentare, avendo fatto assurgere i giudizi da queste emessi a veri e propri requisiti di legge, il possesso dei quali abbassava notevolmente i costi sostenuti dalle imprese emittenti per raccogliere capitale. Allo stesso tempo, emergeva con chiarezza come il crescente numero di normative che includevano un riferimento al rating fosse inversamente proporzionale alle normative volte a regolare le agenzie medesime, che restavano sottoposte ad un regime di sostanziale *deregulation*.

La situazione restò tale fino al 2006⁷⁹, fino a quando fu emanato il *Credit Rating Agency Reform Act*^{80, 81} integrato ed implementato da diverse *rules* (17g-1, 17g-2, 17g-3, 17g-4, 17g-5, 17g-6)⁸² emanate l'anno successivo dalla *Securities Exchange Commission* in sua esecuzione, volti a disciplinare in modo esaustivo la materia.⁸³

Il *Credit Rating Agency Reform Act* del 2006 sostituisce il processo basato su regole non scritte con un programma di supervisione da parte della SEC sulle agenzie di rating che intendono registrarsi come NRSRO. Successivamente a tale

⁷⁹ Proprio in quegli anni di incondizionato affidamento sulle valutazioni delle agenzie, queste ultime si contraddistinsero per la loro macroscopica incapacità di prevedere il dissesto finanziario e il fallimento di alcune importanti imprese americane. Infatti, quando Enron dichiarò il proprio fallimento nel dicembre del 2001, fu osservato come le maggiori agenzie di rating avessero attribuito al colosso energetico un rating favorevole fino a pochi giorni prima del suo collasso: in particolare Moody's e Standard & Poor's portarono il rating ad una soglia negativa solo il 28 novembre 2001, ossia quattro giorni prima della dichiarazione ufficiale di fallimento. Questa scarsa capacità predittiva delle agenzie fu confermata l'anno successivo in occasione di un altro importante fallimento, quello di Worldcom, società operante nel settore delle telecomunicazioni. Infatti, *Worldcom* dichiarò fallimento nel luglio del 2002 e fino a maggio dello stesso anno il suo rating fu conservato al di sopra dell'*investment grade*. L'incapacità manifestata nel prevedere quelli che all'epoca furono i due più grandi fallimenti della storia americana persuase il legislatore ad includere le agenzie tra i soggetti da sottoporre ad un più approfondito studio e ad un più stringente controllo.

⁸⁰ Una sintesi in merito all'iter parlamentare di tale proposta di legge è rinvenibile all'indirizzo <http://www.govtrack.us/congress/bill.xpd?bill=h109-2990.170>

⁸¹ Ai sensi del *Credit Rating Agency Reform Act*, una NRSRO è definita come “a credit rating agency hat: (A) has been in business as a credit rating agency for at least the 3 consecutive years immediately preceding the date of its application for registration under section 15E; (B) issues credit ratings certified by qualified institutional buyers, in accordance with section 15E(a)(1)(B)(ix), with respect to (i) financial institutions, brokers, or dealers; (ii) insurance companies; (iii) corporate issuers; (iv) issuers of asset-backed securities (as that term is defined in section 1101(c) of part 229 of title 17, Code of Federal Regulations, as in effect on the date of enactment of this paragraph); (v) issuers of government securities, municipal securities, or securities issued by a foreign government; or (vi) a combination of one or more categories of obligors described in any of clauses (i) through (v); and (C) is registered under section 15E.

⁸² Questo primo intervento del legislatore detta una disciplina in tema di concorrenza e di conflitti di interesse, ma non prende posizione su altre tematiche in merito alle quali era richiesta una maggiore chiarezza, quali la definizione della responsabilità delle agenzie di rating che emettevano rating errati o la profonda dipendenza tra regolazione e rating che aumentava esponenzialmente la domanda dei servizi delle agenzie. Tali questioni irrisolte, tuttavia, passarono in secondo piano quando, a distanza di nemmeno due anni, la crisi finanziaria determinata dalla proliferazione dei prodotti strutturati investì il mercato, portando all'attenzione del pubblico nuove e più gravi disfunzioni del settore del rating.

⁸³ *Rules 17g-5 e 17g-6 della Securities and Exchange Commission*: Tali regolamenti costituiscono le normative che regolano, rispettivamente, i conflitti d'interesse delle agenzie e le condotte che alle medesime è vietato porre in essere. Tra i conflitti vietati dalla *Rule 17g-5* spicca l'attribuzione di un *rating* ad uno strumento finanziario alla cui progettazione l'agenzia abbia partecipato tramite la propria attività di consulenza. Tra le condotte vietate dalla *Rule 17g-6* merita di essere evidenziato l'uso improprio dei *rating* non commissionati (*unsolicited ratings*), tramite i quali l'agenzia, minacciando un giudizio molto basso o promettendone uno molto alto, può indurre l'emittente ad acquistare un giudizio a pagamento o i servizi accessori da essa offerti.

provvedimento, un'agenzia che avesse voluto registrarsi come NRSRO avrebbe dovuto procedere facendo domanda alla Commissione, rendere pubbliche determinate informazioni ed implementare procedure per gestire la manipolazione di materiale non pubblico al fine di evitare pratiche sleali, coercitive o abusive come la modifica o la minaccia di modifica di un rating.^{84, 85}

Peraltro, il *Rating Agency Act* impone ad una NRSRO di rendere noti eventuali conflitti di interesse e di stabilire, preservare e implementare l'uso di procedure. Esso, affida alla SEC l'autorità di proibire o richiedere la gestione e la rivelazione di conflitti d'interesse relativi all'emissione di rating da parte di una NRSRO. Coerentemente a questo compito, la SEC ha adottato regole che vietano ad una NRSRO di incorrere in potenziali tipi di conflitti se non conformi ai requisiti del *Rating Agency Act*.⁸⁶

⁸⁴ In particolare, tali informazioni concernevano: le *performances* dei propri rating nel breve, nel medio e nel lungo periodo; le procedure e metodologie adottate per l'emissione del rating; le misure adottate per prevenire l'abuso di informazioni riservate; l'eventuale adozione di un codice etico; i conflitti d'interesse derivanti dalle modalità di svolgimento dell'attività. Queste informazioni erano destinate alla pubblicità, mentre, a fini di vigilanza, alla SEC dovevano essere altresì fornite una lista dei venti maggiori clienti, una lista degli emittenti rated ed altre informazioni finanziarie e sui proventi percepiti. Si stabiliva che la registrazione potesse essere negata solamente per mancanza di conformità con i requisiti stabiliti dalla legge ovvero qualora la SEC reputasse l'agenzia richiedente deficitaria di risorse finanziarie e manageriali in grado di garantire l'integrità dell'emissione del rating ed il rispetto delle procedure e metodologie dichiarate nella domanda. Le informazioni dovevano essere oggetto di aggiornamento a fronte di cambiamenti rilevanti e, comunque, su base annua. Con la registrazione l'agenzia veniva sottoposta alla vigilanza della SEC nei cui confronti era chiamata ad ottemperare ad ulteriori obblighi di informazione periodica.

⁸⁵ Un'ulteriore linea di intervento era volta a promuovere in capo agli investitori una maggiore conoscenza dei prodotti strutturati e del loro peculiare profilo di rischiosità. Con un'ultima linea di intervento la SEC affrontò finalmente anche i problemi derivanti dal potere quasi regolamentare delle agenzie, che era stato fino ad allora concesso loro dal regolatore stesso. L'autorità di vigilanza americana infatti riconobbe come l'esplicito riferimento che la regolazione finanziaria aveva sempre fatto al rating delle agenzie (più precisamente delle NRSRO) avesse garantito loro il potere di vendere agli emittenti un trattamento normativo e avesse costituito la base delle distorsioni che affliggono le dinamiche e il modello retributivo del mercato del rating. Inoltre, l'assunzione del rating quale parametro di valutazione degli strumenti finanziari nonché della stabilità di chi li detiene in portafoglio, aveva contribuito a ingenerare negli investitori un irrazionale affidamento in relazione alle valutazioni delle agenzie, che invece necessiterebbero di essere messe in discussione. Quindi, al fine di ridimensionare il peso delle agenzie nella regolazione americana, la SEC propose di eliminare da svariate norme vigenti in materia finanziaria il possesso obbligatorio di un rating *investment grade* come parametro necessario ai fini della conformità con esse. Tali misure relative al mercato dei prodotti strutturati furono successivamente elevate a rango di legge, essendo state riadattate e assorbite nella riforma predisposta dal Congresso Americano per ricostruire la fiducia degli investitori nel mercato finanziario e per garantire loro una protezione contro gli abusi dei soggetti sofisticati che in esso vi operano, ossia il famoso *Dodd-Frank Act* del 2009.

⁸⁶ In aggiunta ai precedenti requisiti di trasparenza, il *Rating Agency Act* obbliga una NRSRO a produrre e conservare determinati libri e registri, incluse le documentazioni sulle procedure stabilite

Quest'ultima linea di intervento è stata in seguito fatta propria dal Congresso statunitense con l'approvazione del *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, la legge di riforma della finanza americana approvata il 21 luglio 2010,⁸⁷ il cui Subtitle C del Title IX (*Improvements to the Regulations of Credit Rating Agencies*) detta una copiosa serie di nuove regole in materia di rating.⁸⁸

In tale contesto, emerge quanto, dalla metà degli anni '20 ad oggi, la regolazione americana sia passata da una situazione di totale *deregulation*, in cui il rating non è menzionato in nessuna norma, ad una situazione in cui le agenzie permangono non disciplinate ma il rating viene usato come strumento per regolare altri soggetti del mercato, ad una situazione, infine, in cui l'intero settore del rating diviene oggetto della regolazione e viene minuziosamente disciplinato nei suoi aspetti più controversi. Prima di verificare se la regolazione attualmente vigente negli Stati Uniti si dimostri idonea nel risolvere i problemi regolatori del rating, è opportuno esaminare l'evoluzione radicalmente diversa che ha avuto il rating nel contesto regolamentare europeo

e sulle metodologie usate dalla NRSRO per determinare il rating. Queste regole di archiviazione permettono agli esaminatori della SEC di controllare se l'agenzia stia seguendo le procedure e metodologie dichiarate e, quindi, soddisfare i requisiti minimi legali. Le agenzie, inoltre, devono conservare le comunicazioni interne ed esterne effettuate dall'agenzia o da suoi dipendenti che operano nelle varie fasi di emissione del rating. Il *Rating Agency Act* e le regole della SEC impongono la consegna, su base confidenziale di *financial report* su base annuale.

⁸⁷ Il Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (noto, più brevemente, come Dodd-Frank Act, in www.sec.gov), ha come obiettivo “to promote the financial stability of the United States by improving accountability and transparency in the financial system, to end “too big to fail”, to protect the American taxpayer by ending bailouts, to protect consumers from abusive financial services practices, and for other purposes”. Il Dodd-Frank Act è ritenuto da molti la più rilevante riforma delle regole della finanza dal “Glass-Steagall Act del 1933. In particolare, le principali disposizioni della legge – articolata in sedici titoli – riguardano sostanzialmente ogni settore. Il primo titolo riguarda la gestione del rischio sistemico e la creazione di un organismo chiamato Financial Stability Oversight Council per supervisionarlo. Vengono poi introdotte nuove regole per il fallimento delle grandi istituzioni finanziarie, con l'obiettivo di evitare i “bailout” con soldi pubblici. Sono emanate nuove norme per controllare più efficacemente i fondi d'investimento ed i consulenti finanziari mentre allo stesso tempo si cerca di tenere sotto controllo alcuni mercati “over the counter” particolarmente rilevanti per la stabilità finanziaria.

⁸⁸ Negli Stati Uniti la prevenzione dei conflitti di interesse è divenuto l'obiettivo principale del *Dodd-Frank Act*, che ha ridisegnato la *governance* delle agenzie, imponendo, al loro interno, un consiglio di amministrazione, per la metà costituito da amministratori indipendenti e chiamato a vigilare sui conflitti di interesse. Inoltre è stata rafforzata la vigilanza “esterna” tramite un organismo specializzato della SEC (OCR – *Office of Credit Ratings*), nel presupposto che le attività e le *performance* delle agenzie di *rating* rivestano una questione di interesse pubblico (H.R. 4173 - §931, *Findings*) e che l'analogia tra il ruolo da esse rivestito rispetto a istituti come la revisione di bilancio, nei mercati finanziari, giustifichi un analogo livello di regolamentazione.

2.1.2. La regolazione europea

Le frammentate e settoriali disposizioni nazionali trovano oggi ricomposizione all'interno di un quadro regolatorio comunitario che ha acquisito uno spessore crescente negli ultimi anni. E' evidente che in passato, l'Unione Europea abbia costantemente dimostrato una forte resistenza a occuparsi del sistema di *rating*, preferendo lasciare la funzionalità dello strumento alle dinamiche di mercato, come emerge dalla direttiva *market abuse* (2003/125/CE del 22 dicembre 2003), che aveva escluso dal suo ambito di applicazione le agenzie di *rating*. Sotto questo profilo appare significativa anche la Comunicazione della Commissione 2006/C 59/02, che aveva respinto la proposta del Parlamento europeo, formulata nel 2003, di istituire un'Autorità di vigilanza e un sistema di registrazione delle agenzie di *rating*, nel presupposto che il quadro regolamentare esistente, pur del tutto embrionale, fosse sufficiente a garantire il corretto funzionamento del mercato dei servizi di *rating*.

Il precipitare della crisi e i gravi scandali che hanno coinvolto le agenzie di *rating* hanno successivamente convinto il legislatore europeo a seguire le orme di quello americano ed a formulare un quadro organico di qualificazione delle agenzie e di vigilanza del relativo mercato. Con il regolamento n. 1060/2009 del Parlamento europeo⁸⁹ e del Consiglio del 16 settembre 2009, ulteriormente modificato nel 2011 (di seguito illustrato), sono state poste norme volte a qualificare i *rating* delle agenzie registrate e rivolti al pubblico, al fine di incrementarne l'affidabilità e tutelare i risparmiatori.

Il quadro regolatorio è stato, successivamente, completato il 30 maggio 2012, attraverso quattro regolamenti delegati della Commissione, riguardanti vari aspetti dell'attività delle agenzie nel rapporto con l'Autorità di vigilanza.

⁸⁹ A riguardo merita di essere segnalato per la tecnica di redazione adottata dal regolatore europeo, il quale, con una lodevole lungimiranza, ha collocato le norme relative ai conflitti di interesse, ai servizi accessori e ai requisiti organizzativi negli allegati al regolamento, che possono essere direttamente modificati dalla Commissione Europea con l'assistenza dello *European Securities Committee*, in modo da rendere più semplice e veloce la loro modifica e il loro costante aggiornamento.

Il tentativo è quello di riportare i *rating* alla loro originaria natura di valutazioni indipendenti, il più possibile prive di un valore legale idoneo a ricondurre specifici benefici giuridici agli emittenti dei titoli soggetti a *rating*. In particolare, sebbene la disciplina comunitaria non ricalchi la bipartizione americana tra ipotesi di conflitto sanabili e ipotesi non sanabili, di fatto essa propone una serie di specifici divieti, associata ad un generale dovere in capo all'agenzia di provvedere all'identificazione ed alla comunicazione di situazioni capaci di configurare in qualsiasi modo un conflitto di interessi. I divieti posti – rinvenibili anche nel contesto americano – concernono i casi in cui l'agenzia possieda strumenti finanziari dell'ente oggetto del rating ovvero possa vantare direttamente o indirettamente qualsiasi altro diritto di proprietà nei suoi confronti; casi, infine, in cui i dipendenti coinvolti nell'emissione del rating rivestano cariche nell'ente sottoposto a valutazione o più genericamente intrattengano con esso relazioni significative.

Inoltre, operando un ulteriore confronto con la disciplina americana, va sottolineato come la disciplina europea si mostri anche in questo ambito più sensibile all'importanza della competizione nel mercato del rating, in quanto non prevede alcun divieto di emettere rating a favore di un soggetto dal quale derivi più di una certa soglia delle entrate annuali dell'agenzia, tenendo conto del fatto che gli attori di mercato in una fase iniziale possono solitamente contare su di un numero di clienti relativamente limitato. Appare invece una debolezza della normativa appena esaminata il fatto che in sede comunitaria non si sia provveduto a specificare in modo preciso e unitario le sanzioni poste⁹⁰ a presidio delle prescrizioni esaminate. Invero, la normativa richiama in linea generale una serie di misure sanzionatorie, affini a quelle previste negli USA, irrogabili all'agenzia che non ottemperi agli obblighi discendenti dal regolamento, ma contemporaneamente delega la loro

⁹⁰ v. reg. CE 1060/2009, art. 24 in base al quale l'autorità di vigilanza nazionale può adottare le seguenti misure sanzionatorie: revocare la registrazione dell'agenzia di rating a norma dell'art.20; vietare all'agenzia di rating temporaneamente, di emettere rating efficaci in tutta la Comunità; sospendere l'uso a fini regolamentari, di rating emessi da tale agenzia di rating del credito, con effetto in tutta la Comunità; adottare misure appropriate per garantire che le agenzie stesse continuino a rispettare i loro obblighi giuridici; emanare una comunicazione pubblica; riferire i fatti alle competenti autorità nazionali ai fini della promozione dell'azione penale.

definitiva predisposizione agli Stati membri, stabilendo solamente che tali sanzioni debbano essere efficaci, proporzionate e dissuasive.⁹¹

In questo quadro il problema della legittimazione delle agenzie continua a essere oggetto di valutazioni discordanti e costituisce un terreno di indagine di indubbio interesse, anche per le implicazioni di carattere sistematico che presenta. Sotto quest'aspetto il dibattito italiano in materia è significativo nella misura in cui si interroghi sulla riconducibilità delle agenzie di rating alle tradizionali figure di ausiliari dei poteri pubblici, o di *munera* pubblici, di gianniniana memoria: il presupposto è che l'attività da esse svolte sia la risultante di funzioni originariamente pubblicistiche, poi privatizzate, o piuttosto di un'improbabile pubblicizzazione, operata dalle norme di legge di cui si è detto.

I brevi tratti di ricostruzione storica richiamati sono sufficienti a chiarire come l'attività di rating sia nata e si sia sviluppata all'interno di sistemi di mercato aventi una propria autonoma legittimazione, ai quali il potere pubblico ha ritenuto di poter semplicemente "rinviare". Il meccanismo del rinvio chiaramente postula "l'alterità" e la separazione di ciò a cui si rinvia ed è secondo questi canoni che la vicenda va interpretata. Per effetto di simili rinvii né le agenzie sono state pubblicizzate, né i rating hanno acquisito un valore di certezze legali, come dimostra il fatto che le norme di rinvio hanno anticipato tutte le riforme volte, invece, a qualificare il fenomeno del rating e a regolamentarlo. Le stesse hanno rappresentato, piuttosto, un tentativo dei legislatori di semplificare i meccanismi di controllo pubblico, assumendo nella sfera pubblica solo gli esiti di verifiche e controlli privati già esistenti nel mercato e che hanno mantenuto la loro natura privata.

⁹¹ Secondo la chiave di lettura offerta dallo studioso americano Partnoy, questi rinvii hanno, di fatto, modificato il ruolo delle agenzie di *rating*, che, da meri intermediari informativi, sono divenute dispensatrici di *regulatory licenses*, poiché autorizzate a stabilire chi avesse le qualità per rimanere sul mercato. Le conseguenze sulla legittimazione percepita delle agenzie sono facilmente intuibili: come sottolineano gli autori americani, la copertura offerta dai regolatori del mercato finanziario alle agenzie, per il tramite dei rinvii normativi ai loro giudizi, ha amplificato la legittimazione delle agenzie stesse, a prescindere dall'effettiva funzionalità dei meccanismi premiali e sanzionatori di mercato. Paradossalmente i mercati, assicurati dai regolatori, sono stati meno vigilanti sull'operato delle agenzie, con la conseguenza che le stesse hanno continuato a vedere aumentare il proprio potere di mercato nonostante i fallimenti che si sono succeduti nel tempo.

2.1.3 La regolazione asiatica

Storicamente il Giappone si caratterizza come un sistema finanziario basato sulle banche piuttosto che sui mercati. Queste, avrebbero cominciato ad espandersi, uscendo dal proprio ruolo marginale già negli anni '80, per poi diffondersi negli anni '90 con il cosiddetto Big Bang finanziario giapponese, che avrebbe reso l'Impero del Sol Levante secondo soltanto agli Stati Uniti in termini di transazioni finanziarie.

Prima della Grande Depressione le società emettevano titoli non garantiti e in caso di *default* erano le stesse istituzioni finanziarie ad accollarsi le perdite acquistando i titoli; tuttavia, l'ondata di fallimenti seguita alla crisi del '29 rese tale prassi impraticabile.

Nel '38 venne stabilito che i titoli dovevano essere accompagnati da garanzie immobiliari e nel secondo dopoguerra il Ministero delle Finanze Giapponese (MOF) in accordo con la Banca del Giappone impose dei requisiti minimi normativi il cui mancato rispetto avrebbe comportato il divieto di emissione.

Le società emittenti vennero, poi, classificate in quattro categorie: AA, A, BB, B.⁹² Le società con AA (più solide) potevano remunerare i propri creditori allo stesso tasso di quelle con BB (meno solide) e tale trattamento iniquo spinse negli anni molti emittenti meritevoli di credito a rivolgersi ai mercati esteri. A fronte di tale esodo, le autorità giapponesi intervennero a cavallo tra anni '70 e '80 con una serie di provvedimenti per porvirrimedio. Da qui nacque la consapevolezza di dover creare delle agenzie di rating nazionali da un lato, e dall'altro di consentire l'ingresso alle agenzie globali (in particolare Moody's e S&P).

Il 1985 fu un anno chiave in tal senso, poiché vennero create Japan Credit Rating Agency (JCR), Nippon Investor Service (NIS), Japan Bonds Research Institute (JBRI) in coincidenza con l'entrata sul mercato di S&P e Moody's. Negli anni

⁹² Tale classificazione non deve essere confusa con le attuali scale di rating, poiché esse erano finalizzate unicamente a stabilire quante obbligazioni poteva emettere una società senza alcun effetto sul costo del capitale.

successivi vennero create altre agenzie nazionali e contemporaneamente accettate altre agenzie globali, le quali avrebbero ricevuto l'investitura dal Ministero delle Finanze (MOF) nel 1987. Tale investitura comportava l'autorizzazione esclusiva all'emissione di giudizi sul merito di credito similmente a quanto avveniva negli Stati Uniti con il NRSRO, e solo successivamente, verso la metà degli anni '90, l'esclusiva venne abolita con un provvedimento che permetteva di emettere obbligazioni senza l'obbligo di ottenere il rating da un'agenzia designata dal MOF. In ogni caso le società giapponesi erano obbligate a presentarsi sui mercati con un voto sulla propria capacità di onorare i debiti da un lato e dall'altro ricompensate o sanzionate con un tasso di remunerazione da corrispondere ai propri investitori sulla base della propria solvibilità.

Nonostante la compresenza e la competizione di diverse agenzie, le problematiche tipiche delle agenzie di rating presentarono il conto agli investitori nel 1997 con il susseguirsi di numerosi fallimenti. In tale circostanza le agenzie di rating furono accusate di non aver aggiornato i rating in tempo o di averlo fatto quando i dissesti finanziari erano già noti; in alcuni casi il rating sarebbe stato rivisto due giorni prima del fallimento.

Una storia già nota, che purtroppo si ripeterà altre volte (Parmalat, Argentina, Enron) – anche se in altri luoghi - fino a culminare con l'ultima recessione del 2007-2008. La decisione iniziale del MOF presa a seguito della conferenza del 1984 che prevedeva la totale indipendenza delle agenzie nazionali da società emittenti e negozianti titoli, venne modificata nel 1985 permettendo agli intermediari finanziari di detenere una partecipazione non superiore al 5% dell'intero capitale delle agenzie. A tale decisione venne addotta come giustificazione la stagionata esperienza degli intermediari nella valutazione dei rischi connessi ai titoli obbligazionari e del loro monitoraggio.⁹³

Un breve cenno meritano anche le altre agenzie nazionali asiatiche, venute a formarsi negli anni '80 come quelle giapponesi, soprattutto grazie alle iniziative della Banca Asiatica di Sviluppo e al consolidamento dell' Association of Credit

⁹³ Ad oggi le partecipazioni delle istituzioni finanziarie in R&I e JCR superano rispettivamente il 40% e il 50% : le considerazioni su potenziali conflitti di interesse si moltiplicano, tenuto conto tra l'altro che anche in Giappone vi è un sistema di rating *issuer pays*.

Rating Agencies in Asia (ACRAA). Di seguito è riportata una tabella che dà una rapida panoramica delle agenzie asiatiche:

Tabella – Le Agenzie di rating in Asia

Paese	Agenzia	Affiliazione	Accordi tecnici
Cina	Dagong	-	Moody's
	Xinhua far east credit rating	-	S&P
	TRC	S&P	-
Corea del Sud	KIS	Moody's	-
	KRC	Fitch	-
	NICE	Experian; R&I	-
	SCI		
Filippine	Philratings	S&P	-
India	CARE	-	-
	CRISIL	-	S&P
	ICRA	Moody's	-
Indonesia	PEFINDO	-	S&P
Malesia	MARC	-	-
	RAM	S&P	-
Thailandia	TRIS	-	-
Giappone	JCR	-	-
	R&I	-	Fitch; Nice
	Mikun	-	-

Le agenzie qui elencate, possono essere sia affiliate ad una globale sia trasformarsi a carattere nazionale riducendo in tal modo i conflitti di interesse dato il carattere pubblico.

Esse detengono una piccola percentuale del mercato dei rating ma conoscono oggi un periodo di espansione, probabilmente correlata all'emergere delle economie asiatiche.⁹⁴

2.2. La IOSCO e il codice di condotta delle agenzie di rating⁹⁵

Se nell'ambito del mercato statunitense le agenzie di rating sono state regolamentate tramite il *Credit Rating Agency Reform Act*, a livello europeo è stata la IOSCO (*International Organization of Securities Commissions*) ad emettere un codice di condotta universale per le agenzie di rating che, pur non essendo vincolante per le agenzie, riguarda aspetti salienti della condotta di un'agenzia.

La IOSCO, nata nel 1983, è riconosciuta come il principale forum di politica internazionale per le autorità di regolamentazione dei mercati finanziari; essa controlla, tramite i suoi membri affiliati, circa il 90% dei mercati di titoli e rappresenta il più importante comitato di cooperazione tra le agenzie di regolamentazione dei mercati. I membri IOSCO rappresentano più di cento giurisdizioni e il loro numero è tuttora in crescita. L'organo più elevato è il Presidents' Committee (PC), mentre quello esecutivo è il Consiglio della IOSCO, da cui dipendono gruppi di lavoro permanenti (Committee, C) e *task force* ad hoc per

⁹⁴ E' quindi interessante fare dei confronti tra le valutazioni delle agenzie globali anglo-americane e delle agenzie nazionali asiatiche al fine di delineare eventuali differenze o linee comuni tra i due gruppi di agenzie. Prendendo l'esempio della cinese Dagong si possono notare subito alcune differenze con i rating di S&P, Moody's e Fitch. La prima è data dal rating della Cina: Dagong la valuta più affidabile rispetto a quanto decretato dalle tre agenzie anglo-americane. Sinteticamente per Dagong i titoli cinesi valgono AA+, mentre per S&P A+, per Moody's A1 e per Fitch AA-; pertanto, per Dagong il debito cinese è più affidabile di due o tre gradini in più rispetto a quanto prospettato dalle agenzie globali. Altre valutazioni invece coincidono quando riguardano paesi come Norvegia, Danimarca, Lussemburgo, Corea del Sud, Giappone, Sudafrica e Portogallo.

Vi sono poi casi in cui Dagong risulta essere più severa rispetto a S&P, Moody's e Fitch; segnatamente la Dagong valuta meno affidabili i paesi di origine delle agenzie globali. Il debito USA viene dato ad AA, mentre il Regno Unito ad AA-, entrambi con outlook negativo (quando i rating di entrambi nel 2010 erano caratterizzati da tripla A per tutte e tre le agenzie globali); Dagong risulta essere più severa anche nei confronti del Canada e di molti paesi dell'Eurozona quali Paesi Bassi, Germania, Francia, Belgio, Italia, Spagna e Grecia.

⁹⁵ Cfr. G. FERRI, P. LACITIGNOLA, *Le agenzie di rating. Tra crisi e rilancio della finanza globale*, Mulino Bologna 2009 pp. 176 e ss.

incarichi speciali;⁹⁶ le questioni prettamente regionali, infine, vengono discusse nell'ambito dei quattro Regional Committee.

L'organizzazione *de qua* nasce come associazione no profit di diritto privato composta da enti pubblici appartenenti ad una pluralità di ordinamenti giuridici, in stretta collaborazione con le singole amministrazioni e persone giuridiche che ne fanno parte e finalizzata alla creazione di una rete globale tra istituzioni operanti a livello domestico. La natura ibrida della IOSCO la sottrae dall'ordinaria disciplina del diritto internazionale così come ai diritti statuali applicabili nei confronti dei propri membri.⁹⁷ la sua attività appare, pertanto, giuridicamente indifferente tanto per il diritto internazionale classico, stante il difetto di soggettività internazionale classico, quanto per i diritti dei singoli Stati, i quali non attribuiscono agli standard prodotti in seno alla IOSCO uno specifico valore formale nonostante la indubbia rilevanza da essi assunta di fatto.

Come avviene di regola per le associazioni private, la IOSCO possiede uno statuto istitutivo che ne delinea i fondamentali tratti organizzativi ed una serie di norme interne - c.d. *by laws* - che ne definiscono il funzionamento. A fronte di una natura giuridica ibrida, l'attività della IOSCO ha invece un indubbio rilievo pubblicistico in aderenza agli scopi per i quali tale Organizzazione è stata creata dai singoli enti pubblici nazionali. Attraverso le sue strutture, mira a cooperare insieme per promuovere alti standard di regolamentazione allo scopo di mantenere i mercati sani ed efficienti; scambiare informazioni sulle rispettive esperienze; unire gli sforzi per stabilire determinati standard ed un'efficace sorveglianza sugli scambi di titoli; fornire, infine, una mutua assistenza per promuovere l'integrità dei mercati

⁹⁶ Il comitato tecnico, un gruppo specializzato creato dal comitato esecutivo dello IOSCO, si compone di quindici rappresentanti di agenzie che regolano i mercati maggiori, più sviluppati e più internazionali. Il suo scopo è riesaminare questioni di regolamentazione relativamente a transazioni su titoli e coordinare le risposte a queste problematiche.

⁹⁷ La differenza della IOSCO rispetto ad altri organismi internazionali emerge anche sotto il profilo della *membership* dell'organizzazione, ove si osservi come i suoi membri, suddivisi in tre differenti categorie, non siano il singolo Stato in persona dei membri deputati a rappresentarli, ma determinate Amministrazioni di ciascuno Stato, oltre che alcuni organismi di autoregolazione quali le Borse dei Valori o vari soggetti privati.

attraverso una rigorosa applicazione degli standard e un efficace controllo contro i reati.⁹⁸

Tutti questi principi rappresentano, peraltro, la chiave di lettura già di un primo lavoro⁹⁹ sfociato successivamente nel “Code of Conduct-Fundamentals for Credit Rating Agencies”; tale codice contiene le linee-guida dei codici delle agenzie di rating, impone i principi che un’agenzia di rating deve seguire e dirime eventuali conflitti. In particolare, il nuovo codice mira ad una maggiore credibilità delle informazioni usate nel processo di rating; auspica un processo di revisione attuato con prudenza e professionalità, sollecita metodologie chiare e trasparenti.¹⁰⁰

In particolare, nella sezione “Integrità del processo di rating”¹⁰¹ è affermato che “un’agenzia dovrebbe vietare ai suoi analisti di fare proposte o raccomandazioni riguardanti il progetto di prodotti di finanza strutturata che l’agenzia valuta” così come nella sezione “Indipendenza e conflitti d’interesse” le nuove direttive impongono una comunicazione da parte dell’agenzia qualora riceva una quota superiore al 10% dei ricavi annui da un singolo emittente o cliente. Il codice raccomanda, infine che “le agenzie dovrebbero adottare, implementare e applicare procedure scritte le quali assicurino che le opinioni divulgate siano basate su una profonda indagine inerente tutte le informazioni a disposizione dell’agenzia, secondo le metodologie di rating pubblicate dall’agenzia”.¹⁰²

⁹⁸ Sotto questo profilo acquista uno specifico interesse il rapporto finale della commissione tecnica dello IOSCO, *Regulatory Implementation of the Statement of Principles Regarding the Activities of Credit Rating Agencies*, del febbraio 2011, consultabile nel sito dell’organizzazione.

⁹⁹ Trattasi dello “*IOSCO Statement of Principles Regarding the Activities of Credit Rating Agencies*”, pubblicato nel settembre 2003. Esso riconosceva l’importanza delle agenzie e conteneva dei primi principi, ma fu visto da tutti come poco utile e non poche agenzie di rating fecero pressione affinché la IOSCO elaborasse un codice più dettagliato.

¹⁰⁰ Il codice è così articolato: 1. Qualità e integrità del procedimento di rating: Qualità del processo di rating; Monitoraggio e aggiornamento dei rating; Integrità del processo di rating; 2. Indipendenza delle agenzie di rating e capacità di evitare i conflitti d’interesse: Principi generali; Procedure e politiche; Indipendenza di analisti e impiegati. 3. Responsabilità verso investitori ed emittenti: Trasparenza e tempestività della divulgazione dei rating; Trattamento di informazioni riservate.

¹⁰¹ Il CESR (*Committee of European Security Regulators*) evidenziò in un dettagliato *report* il fatto che le agenzie non agissero, in alcune aree, conformemente al codice di condotta, o che, perlomeno, agissero in maniera discutibile rispetto alla loro natura professionale. Sebbene, infatti, molte azioni fossero state prese conformemente al codice relativamente alla sezione “qualità e integrità del processo di rating”, le modalità con cui queste azioni erano intraprese non soddisfacevano gli standard richiesti.

¹⁰² Tra le varie dichiarazioni Fitch ammise che “non ha l’obbligo di verificare o controllare le informazioni fornite dalle diverse fonti, di condurre investigazioni o revisioni, o di intraprendere

L'attuazione di tali politiche appare tuttavia rimessa alle singole amministrazioni che fanno parte della IOSCO, non potendo essere esercitate dalla sola Organizzazione, strutturalmente priva dei mezzi necessari ad attuare gli obiettivi stabiliti dallo statuto;¹⁰³ appare, pertanto, indispensabile ai fini del loro raggiungimento, l'effettiva partecipazione dei vari membri, oltretutto il loro puntuale coordinamento nell'attuare in ambito domestico le politiche promosse a livello globale.

In tale prospettiva, la spinta, sia negli Stati Uniti che in Europa, all'estensione della regolamentazione pubblicistica delle agenzie di rating sembra segnare il tramonto della stagione in cui si era ritenuto di poter affidare alla sola ed esclusiva autodisciplina delle agenzie la garanzia di interessi fondamentali per il mercato, come la qualità dei giudizi di rating; la correttezza nella definizione delle metodologie di analisi; l'esclusione dei conflitti di interesse. Tale stagione trova la sua consacrazione proprio con la pubblicazione da parte dello IOSCO di una serie di principi prima accennati anche se su questo terreno si registra l'ennesimo fallimento dei meccanismi reputazionali di mercato.¹⁰⁴

Come emerge con chiarezza negli stessi ultimi documenti dello IOSCO, l'effettività dei principi di disciplina e di correttezza dell'operato delle agenzie è ancorata alla capacità delle regolazioni dei diversi paesi di incorporare i principi stessi, incaricando le autorità pubbliche di vigilare ed, eventualmente, sanzionare il mancato rispetto del codice da parte delle agenzie. Del resto i principi dello IOSCO costituiscono la nervatura attorno alla quale si stanno sviluppando le iniziative regolamentari pubblicistiche quali le misure di garanzia della qualità e integrità del rating *process*; l'indipendenza rispetto ai conflitti di interesse; la trasparenza e *disclosure* relativa alle metodologie di analisi; il trattamento delle informazioni confidenziali.

qualsiasi azione per ottenere altre informazioni che l'emittente non ha altrimenti fornito a Fitch". A tal riguardo, Moody's ha assunto un atteggiamento non dissimile.

¹⁰³ Si osservi come la IOSCO abbia un numero ridotto di dipendenti e sia finanziata dai singoli membri con una quota pro-capite esigua.

¹⁰⁴ A causa della difficoltà di intercettare tempestivamente le violazioni del codice da parte del pubblico al quale i giudizi di rating sono rivolti, rimane sostanzialmente non operativo quel meccanismo di *comply and explain*, per cui le agenzie sarebbero tenute a spiegare ogni "non conformità" della propria condotta, proprio al fine di mantenere la propria reputazione.

2.3. Il Regolamento UE 1060/2009¹⁰⁵

Tale regolamento costituisce la fonte primaria della normativa sul rating in Europa e disciplina il procedimento di riconoscimento per le agenzie che intendano operare nel territorio degli Stati Membri; esso ha ad oggetto i rating emessi dagli Stati membri che possono essere utilizzati dagli investitori, dai mutuatari, dagli emittenti e dai governi¹⁰⁶ come riferimento per il calcolo dei requisiti patrimoniali a fini di solvibilità o per il calcolo dei rischi nella loro attività di investimento.

Lo scopo principale è quello di tutelare la stabilità dei mercati finanziari e degli investitori all'interno dell'Unione Europea fissando le condizioni di emissione dei rating nonché le norme relative alla registrazione¹⁰⁷ e alla vigilanza delle agenzie medesime.¹⁰⁸

¹⁰⁵ Attualmente, i sistemi di regole prodotti al di qua ed al di là dell'Atlantico in tema di rating appaiono (in larga parte) sostanzialmente conformi tra essi, sia perché nella proposta della Commissione Europea poi sfociata nell'adozione del Reg. n. 1060/2009 era espressamente dichiarata la volontà di creare un quadro di regolamentazione comparabile a quello statunitense e basato sugli stessi principi (che, in quel momento, erano quelli del CRARA del 2006 e delle SEC rules di attuazione di quella legge), sia perché le ulteriori regole introdotte dal *Dodd-Frank Act* del luglio 2010, a loro volta, paiono ispirarsi alle previsioni contenute nel regolamento europeo in relazione ad alcuni aspetti (ad es., *corporate governance*) che la legislazione americana precedente non considerava.

¹⁰⁶ Pertanto, il Regolamento limita il suo ambito di applicazione ai rating emessi dalle agenzie registrate nella Comunità e che sono comunicati al pubblico o distribuiti previo abbonamento, restandone invece esclusi i rating privati prodotti a seguito di un singolo ordine e forniti esclusivamente alla persona che li ha commissionati, sempre che non siano comunque destinati alla divulgazione o alla distribuzione previo abbonamento.

¹⁰⁷ La procedura di registrazione è la seguente. La domanda deve essere presentata al CESR, il quale deve trasmetterla all'autorità competente dello Stato in cui l'agenzia richiedente ha la propria sede legale ed inoltrarne copia alle autorità competenti di ciascuno stato membro. Essa, peraltro, oltre a specificare la classe o le classi di rating per cui l'agenzia chiede di essere registrata, ha l'obbligo di rendere noto il suo assetto proprietario; la sua struttura organizzativa ed il governo societario; le risorse finanziarie destinate all'attività di rating; la dotazione di personale e le relative competenze; la descrizione delle procedure e metodologie utilizzate; le politiche e procedure adottate per identificare, gestire e rendere pubblici eventuali conflitti d'interesse; un programma delle operazioni che intende intraprendere. Una volta adempiuti tali obblighi, deve procedersi all'istituzione di un collegio composto dall'autorità competente dello Stato membro d'origine e dalle autorità competenti di tutti gli altri Stati membri. Queste ultime autorità hanno diritto di prender parte al collegio qualora una filiale dell'agenzia richiedente sia soggetta alla loro giurisdizione oppure se l'utilizzo a fini regolamentari del rating emesso dalla richiedente sia alquanto di uso o abbia o possa

Esso riflette l'intento della Commissione Europea di dare un segnale forte della volontà di introdurre una regolazione più stringente e puntuale disciplinando il procedimento di emissione dei rating, allo scopo di favorire l'indipendenza delle agenzie e di prevenire l'insorgere di conflitti di interesse. Tuttavia, la principale innovazione della disciplina comunitaria non sarebbe da ricercare nelle regole di condotta dettate, ma piuttosto nell'aver attribuito efficacia cogente alla regolazione di origine globale e nell'aver reso più dettagliata quella già contenuta nella Direttiva 2006/48/CE.

I principi di fondo sono quelli dell'indipendenza delle agenzie e della prevenzione dei conflitti di interesse che si intende realizzare attraverso l'imposizione di obblighi di trasparenza e di *disclosure*. Si tratta di un'impostazione comune alla regolazione statunitense, dalla quale quella comunitaria mutua il modello di registrazione delle agenzie.¹⁰⁹ In particolare, la normativa europea contrasta e

presumibilmente avere un'incidenza significativa entro la sua giurisdizione. I membri del collegio debbono nominare un facilitatore, il cui compito principale è quello di presiedere il collegio, coordinarne l'azione e garantire lo scambio di informazioni tra i suoi membri. Il collegio avrà l'onere di verificare la completezza della domanda; ove la domanda sia reputata incompleta, l'autorità competente dello Stato membro d'origine potrà assegnare un termine per la sua integrazione. Il Regolamento stabilisce che, una volta accertata la completezza della domanda, i membri del collegio procedano ad esaminarla, dovendo fare quanto ragionevolmente in loro potere per raggiungere un accordo sulla concessione o sul rifiuto della registrazione, senza tuttavia stabilire alcuna procedura formale (ad. es., di voto) ai fini del raggiungimento di detto accordo, che, proprio perché definito tale, pare comunque richiedere l'unanimità dei consensi in seno al collegio. Ove l'accordo sia raggiunto, l'autorità competente dello Stato membro d'origine prepara una bozza di decisione pienamente motivata. In mancanza d'accordo, invece, l'autorità competente dello Stato membro d'origine deve preparare una bozza di decisione di rifiuto motivata sulla base dei pareri scritti forniti dai membri del collegio che si oppongono alla registrazione. La bozza di decisione deve essere inoltrata al CESR, che ha il compito di fornire un parere in merito all'osservanza, da parte dell'agenzia richiedente, dei requisiti previsti per la registrazione. Ricevuto tale parere dal CESR, i membri del collegio riesaminano la bozza di decisione. A questo punto, è l'autorità competente dello Stato membro di origine ad adottare una decisione finale di concessione o rifiuto della registrazione pienamente motivata, in cui deve altresì spiegare l'eventuale discostamento dal parere del CESR. Tuttavia, in caso di costante disaccordo tra i membri del collegio, l'autorità competente dello Stato membro d'origine non ha altra possibilità se non quella di adottare una decisione di rifiuto, in cui debbono essere identificati i membri del collegio dissenzienti ed illustrate le loro opinioni.

¹⁰⁸ La Commissione Europea ha sentito l'esigenza di emanare precise disposizioni innovando la disciplina in materia di agenzia di rating e di struttura di *corporate governance* degli istituti finanziari. Le direttive che sono alla base del lavoro della Comunità Europea sono fondamentalmente tre: trasparenza dei mercati, responsabilità degli emittenti per proteggere gli investitori, prevenzione e gestione delle crisi.

¹⁰⁹ Sul punto v. SACCO GINEVRI A., *Le società di rating nel regolamento CE n. 1060/2009: profili organizzativi dell'attività*, in *Nuove Leggi Civili Commentate*, 2010, p. 311 ss.; PICARDI L., *Il rating fra crisi e riforma dei mercati finanziari*, in *Rivista di Diritto Civile*, 2009, 6, pp. 713 – 755.

previene l'insorgere di situazioni a rischio tramite la previsione di due diverse tipologie di requisiti ai quali l'agenzia registrata nel territorio dell'Unione deve costantemente attenersi: i requisiti organizzativi e i requisiti operativi

La prima tipologia di requisiti presenta una portata decisamente innovativa, in quanto incide direttamente sul governo societario dell'agenzia che in precedenza costituiva un ambito mai preso pienamente in considerazione dalla regolazione. In base a tale disciplina, il consiglio di amministrazione (o di sorveglianza nel caso di adozione del sistema dualistico) deve essere composto al suo interno da almeno un terzo di membri indipendenti (in numero minimo di due) i quali non partecipano alle attività di rating né sono retribuiti secondo i risultati economici dell'agenzia; possono rimanere in carica per un periodo massimo di 5 anni senza la possibilità di alcun rinnovo e non possono essere rimossi dal loro incarico se non in caso di condotta scorretta o di scarso rendimento professionale. E' oggetto delle loro attività di monitoraggio l'efficacia del sistema di controllo interno dell'agenzia e delle procedure istituite per l'individuazione, l'eliminazione, la gestione e la comunicazione dei conflitti di interesse in cui l'agenzia può incorrere.

La previsione di tali requisiti di *governance* rappresenta un carattere della normativa certamente innovativo e da accogliere con favore, in quanto mira a prescrivere un'organizzazione minima obbligatoria del sistema di controllo interno dell'agenzia, analogamente a quanto avviene per gli intermediari e le società quotate che sono i principali destinatari del rating.

In questo modo, anche in un'ottica di apertura del mercato a nuovi entranti, si cerca di evitare il verificarsi di una situazione in cui, mentre agli attori principali del mercato finanziario sono imposti stringenti requisiti di *governance*, un soggetto che ricopre una funzione centrale come un'agenzia di rating possa valersi di una struttura di governo minimale e quindi inadeguata ad espletare le mansioni altamente complesse di calcolo e di valutazione di cui è investita.

In merito invece ai requisiti operativi, la sezione dell'allegato al regolamento che li concerne prevede una precisa serie di ipotesi vietate in quanto integranti conflitto di interesse. Il regolamento prevede espressamente che banche, imprese di investimento e di assicurazione, enti pensionistici aziendali o professionali possano

utilizzare unicamente rating emessi da agenzie stabilite nella Comunità e registrate ai sensi del regolamento stesso¹¹⁰. Tale vincolo, tuttavia, non esclude l'utilizzabilità di rating emessi in Paesi Terzi; il legislatore comunitario, infatti, non ha inteso chiudere il mercato europeo del rating alle agenzie stabilite al di fuori dell'Unione, bensì assicurarsi che siano comunque rispettati requisiti altrettanto rigorosi quanto quelli stabiliti dal Regolamento.

La disciplina prevede due diversi meccanismi al riguardo. In primo luogo, si introduce un sistema che consente alle agenzie stabilite e registrate nella Comunità di avallare rating emessi in paesi Terzi. In tal caso, l'agenzia avallante deve aver verificato e deve essere in grado di dimostrare, su base continuativa, che lo svolgimento dell'attività di rating da parte dell'agenzia avallata stabilita nel Paese Terzo soddisfi i requisiti non meno rigorosi di quelli prescritti dal regolamento. L'agenzia avallante assume la piena responsabilità per il rating avallato. In secondo luogo, al fine di tener conto delle agenzie di rating di minori dimensioni che non sono presenti nella Comunità è contemplato un sistema di certificazione basato su una decisione con cui la Commissione deve valutare l'equivalenza del quadro giuridico e di vigilanza del paese di cui trattasi, con quello delineato dal Regolamento; solo in caso di esito positivo i rating prodotti da un'agenzia certificata possono essere utilizzati nella Comunità senza necessità di essere avallati.¹¹¹

Degne di nota sono anche le regole di condotta che le agenzie debbono osservare al fine di garantire trasparenza ed accuratezza nel loro operato ed un'adeguata gestione dei conflitti d'interesse.¹¹² A tal uopo, le agenzie sono tenute a comunicare al pubblico le metodologie, i modelli e le ipotesi principali utilizzate nell'attività di rating nonché le modifiche sostanziali che dovessero essere eventualmente

¹¹⁰ Pertanto, il Regolamento limita il suo ambito di applicazione ai rating emessi dalle agenzie registrate nella Comunità e che sono comunicati al pubblico o distribuiti previo abbonamento, restandone invece esclusi i rating privati prodotti a seguito di un singolo ordine e forniti esclusivamente alla persona che li ha commissionati, sempre che non siano comunque destinati alla divulgazione o alla distribuzione previo abbonamento.

¹¹¹ L'attribuzione alle agenzie di *rating* registrate con una sorta di licenza regolamentare, ha modificato la natura originaria dei *rating* rilasciati da queste agenzie, assegnando ad essi "una rilevanza che trascende il livello della mera espressione di un'opinione, per giungere ad un rilievo di tipo pubblicistico" e, appunto per questo, assoggettata ad una penetrante disciplina pubblicistica: così L. PIANESI, cit. p. 200 e ss.

¹¹² Si tratta di regole in gran parte analoghe a quelle introdotte negli USA con la legislazione degli anni 2006-2010.

apportate. Peraltro, il Regolamento, al pari di quanto oggi dispone anche il *Dodd-Frank Act* statunitense, indica le informazioni che debbono accompagnare la pubblicazione di ogni rating, così come occorre specificare gli eventuali limiti della valutazione incorporata nel rating, con particolare riguardo alla qualità ed alla quantità delle informazioni disponibili sull'entità valutata ed alla misura in cui tali informazioni sono state rese oggetto di verifiche fattuali. I rating emessi devono essere controllati e rivisti, unitamente alle metodologie utilizzate, costantemente ed almeno a cadenza annuale; infine, deve essere data pubblicità ai conflitti d'interesse cui l'agenzia si trova o potrebbe trovarsi esposta nell'esercizio della sua attività.¹¹³

Il regolamento citato è stato poi recepito in materia di agenzie di rating con D. Lgs n. 176 del 5 ottobre 2010: l'importanza di tale decreto risiede, peraltro, nel fatto di attribuire alla Consob¹¹⁴ la competenza necessaria all'applicazione delle disposizioni contenute nel regolamento.¹¹⁵

Un ulteriore punto assai dibattuto della disciplina dettata da tale norma è quello relativo alla responsabilità delle agenzie di cui qui si farà cenno per poi approfondire l'argomento nel capitolo successivo. Queste ultime possono essere, in astratto, chiamate a rispondere dei giudizi dati da parte di due categorie di soggetti: gli investitori (che invocano la tutela del loro affidamento sui rating) e gli emittenti (che potrebbero chiedere il risarcimento dei danni causati da una valutazione sbagliata). Negli Stati Uniti, per molti anni, le agenzie sono uscite sempre vincenti dalle azioni di responsabilità intentate nei loro confronti. I giudici, infatti, hanno sistematicamente accolto la tesi secondo cui i rating sarebbero una mera opinione, assimilabile a quelle dei giornalisti delle testate finanziarie e quindi protetta dalla

¹¹³ In particolare, le agenzie debbono fornire informazioni sulle *performances* storiche dei propri rating, tra cui i dati di frequenza delle loro transazioni e quelli sui tassi storici di inadempimento. Tali informazioni debbono essere messe a disposizione di un registro centrale creato dal CESR, il quale, a sua volta, è chiamato a renderle pubbliche ed a pubblicare informazioni sintetiche sui principali sviluppi osservati su base annuale. Su tale base annuale, le agenzie dovranno altresì fornire alla autorità competente del proprio Stato membro d'origine ed al CESR, un elenco dei loro 20 principali clienti in termini di fatturato ed altri dati relativi alla evoluzione del contributo apportato dai diversi clienti nella generazione del loro fatturato.

¹¹⁴ P. CENDON, *Commentario al Codice Civile* artt. 2325 – 2362 Giuffrè pag. 778.

¹¹⁵ Per una nota critica *cfr* V. GASPARINI CASARI, cit. pp. 653 e ss secondo il quale i regolatori europei “non sembrano avere ancora una compiuta percezione della estrema complessità dei mercati finanziari e, tantomeno, sembrano avere un progetto di regolamentazione aderente ad una tale complessità e, soprattutto, coerente con i principi dell'ordinamento comunitario”.

libertà di espressione sancita dal 1° Emendamento alla Costituzione americana. Nel 2009 vi è stata una delle prime condanne di un'agenzia, per via di un giudizio errato reso ad un grosso investitore, nell'ambito di operazioni di finanza strutturata (*Abu Dhabi Commercial Bank vs. Morgan Stanley & co.*, Southern District of NY, 2009). Secondo questa sentenza, il rating relativo a strumenti finanziari non destinati al pubblico, ma collocati privatamente, costituisce un'informazione che, non essendo destinata ad essere divulgata sul mercato ma solo presso alcuni investitori cd. sofisticati, non è protetta dal 1° emendamento, avendo un valore professionale maggiore di quello di una mera opinione.

Per quanto riguarda l'Unione Europea, il reg. 1060/2009 sembra scoraggiare le azioni di responsabilità per danni derivanti da un rating errato, ma in ogni caso afferma espressamente di rimanere estraneo alla materia della responsabilità civile, lasciata alla competenza dei vari Stati membri.

In Italia, recentemente, è stata per la prima volta condannata l'agenzia di rating (Trib. Milano, 01/07/2011, sent. n° 8790) Standard & Poor's nell'ambito di un'azione promossa da un emittente: la Parmalat. La società, attraverso il suo amministratore straordinario, aveva chiesto la restituzione delle parcelle pagate all'agenzia e il risarcimento dei danni derivanti dal rating scorretto. Il Tribunale di Milano ha accolto la prima richiesta, ravvisando una notevole mancanza di diligenza da parte dell'agenzia convenuta e dichiarando dunque la risoluzione del contratto per inadempimento. E' stato invece negato il risarcimento del danno a causa dell'assenza di una dimostrazione del nesso di causalità tra la scarsa diligenza dell'agenzia e l'aggravarsi del dissesto della società.

Ed è proprio la ricaduta dell'onere della prova a costituire la difficoltà maggiore (il *Dodd-Frank Act* prevede, invece, un alleggerimento dell'onere della prova per l'attore), dovuta anche alla non facile individuazione sia degli standard di diligenza che possono essere richiesti alle agenzie sia alla quantificazione del danno a causa degli effetti "a cascata" del rating, che rendono il numero dei danneggiati potenzialmente illimitato e potrebbero dare luogo a risarcimenti insostenibili.

D'altra parte, è innegabile che una totale assenza di responsabilità costituisca un disincentivo ad emettere rating il più possibile accurati e corrispondenti alla realtà.¹¹⁶

A tal uopo, la Commissione Europea ha sentito l'esigenza di emanare precise disposizioni innovando la disciplina in materia di agenzia di rating e di struttura di corporate *governance* degli istituti finanziari. Le direttive che sono alla base del lavoro della Comunità Europea sono fondamentalmente tre: trasparenza dei mercati, responsabilità degli emittenti per proteggere gli investitori, prevenzione e gestione delle crisi.

2.4. Il Regolamento UE 513/2011

A seguito dei primi segnali di una crisi dei debiti sovrani in Europa, il legislatore europeo ha modificato e integrato la normativa del 2009 con un nuovo regolamento - Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio n. 513/2011 - in cui sono state in parte accolte le istanze e le proposte avanzate dalle parti interessate, con particolare riguardo alla trasparenza dell'informazione dei *rating* di tutti gli strumenti finanziari (e in particolare, delle informazioni fornite dallo stesso emittente di uno strumento finanziario oggetto di *rating*).

Con tale integrazione del Regolamento del 2009, tuttavia, non sono stati chiariti tutti i dubbi sollevati nel dibattito precedente in quanto i *rating* sui debiti sovrani continuano a non essere disciplinati, nonostante le indubbe peculiarità di questi *rating* rispetto agli altri e nonostante i molti dubbi e le perplessità che, come già in passato, erano stati sollevati sia sui loro contenuti, non sempre adeguati alla effettiva situazione finanziaria dello stato oggetto di valutazione sia sulle modalità e sui tempi della loro esternazione.

¹¹⁶ Parmeggiani I problemi regolatori del rating e la via europea alla loro soluzione, <http://nyu.academia.edu>

In particolare, tale normativa ha potenziato, talaltro, i poteri di intervento e di sanzione dell'Esma¹¹⁷ - che si presenta, oggi, come un'Autorità indipendente, istituita con Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio (UE) n. 1095/2010 e chiamata alla vigilanza nel settore degli strumenti finanziari. Essa contribuisce a salvaguardare la stabilità del sistema finanziario europeo assicurando l'integrità, la trasparenza, l'efficienza e l'ordinato svolgimento delle attività nei mercati finanziari. In particolare, l'ESMA favorisce la convergenza della vigilanza sia attraverso la cooperazione tra le Authorities competenti che operano nel settore finanziario, sia operando a stretto contatto con altre Autorità Europee di vigilanza competenti nel settore bancario (EBA), assicurativo e pensionistico (EIOPA). Essa agisce come Autorità di Vigilanza sovranazionale nell'ambito del Sistema europeo di vigilanza finanziaria, contribuendo a fissare i punti chiave della legislazione europea nel settore dei mercati finanziari allo scopo di garantire una maggiore coerenza nell'applicazione del diritto comunitario.¹¹⁸ Essa è essenzialmente composta dai seguenti organi:

- il consiglio delle autorità di vigilanza (*board of supervisors*), che è l'organo decisionale dell'Autorità;
- il consiglio di amministrazione, che svolge una funzione di supporto al consiglio e ha competenza sul programma dei lavori e l'adozione del bilancio;
- il presidente, che prepara i lavori del consiglio, ne presiede le riunioni (oltre a quelle del consiglio di amministrazione), ed ha un incarico a tempo pieno, incompatibile con l'esercizio di altre cariche in ambito nazionale;
- il direttore esecutivo, che è anch'egli, al pari del presidente, un professionista indipendente impiegato a tempo pieno ed assume, tra i vari compiti, la responsabilità dell'esecuzione del programma di lavoro annuale dell'ESMA.¹¹⁹

¹¹⁷ Acronimo di *European Securities and Markets Authority*

¹¹⁸ L'ESMA deve rendere conto della sua attività alla Commissione europea, al Parlamento europeo ed al Consiglio europeo (composto da ministri delle finanze di ciascuno Stato membro).

¹¹⁹ Gli orientamenti dell'ESMA si applicano alle imprese di investimento, in relazione ai servizi per i quali è prevista la valutazione di adeguatezza: consulenza in materia di investimenti e gestione di portafogli, principalmente nei confronti della clientela. Tali orientamenti, tuttavia, non costituiscono obblighi assoluti ma hanno unicamente lo scopo di chiarire determinati aspetti della disciplina di riferimento. In merito, è qui sufficiente rilevare che la Consob nel recepire gli orientamenti ha precisato che “*gli intermediari [...] sono tenuti a rispettare gli orientamenti contenuti nel documento*

Ha sede operativa a Londra ove ha prodotto già nel marzo 2012 un primo Report sulle agenzie di rating nel quale si avverte un approccio debole, in quanto incentrato sugli obblighi di trasparenza, correttezza e affidabilità dei procedimenti di formazione del rating che già scandivano, a dir il vero, la precedente normativa.¹²⁰

2.5. L'Accordo di Basilea¹²¹

Il comitato di Basilea è istituito come forum di cooperazione tra le autorità di regolazione. Il primo standard prodotto dal comitato è il Concordato di Basilea risalente agli anni 70; tale documento volto a dettare i principi fondamentali di coordinamento tra le autorità ha ricevuto, tuttavia, scarsa attenzione da parte della dottrina.

La svolta arriva invece con l'approvazione dell'accordo sul capitale del 1988 chiamato "Basilea 2",¹²² che fissa i requisiti di capitale per le banche e attribuisce alle agenzie di rating un ruolo centrale nella valutazione dei loro *asset* e nella determinazione dei requisiti medesimi. Il nuovo accordo, si presenta come una sorta di *upgrade* con il quale viene confermato nella sostanza l'impianto originario del precedente, integrandolo e rafforzandolo dove gli eventi evidenziano maggiori criticità e debolezze.

La principale innovazione è costituita dall'utilizzo di misure di valutazione che misurano i gradi interni di merito, al quale segue un processo di quantificazione del loro significato in termini di tassi di *default* o di perdita. Sul piano della valutazione

dell'ESMA ai fini della corretta ottemperanza agli obblighi stabiliti in via generale dalla normativa loro applicabile".

¹²⁰ Nel frattempo Standard&Poor emetteva il verdetto sui debiti sovrani di sette Stati membri dell'Unione.

¹²¹ Cfr AA. VV., *Rivista di diritto, economia e finanza, Scritti in onore di Francesco Capriglione* Cedam p. 571

¹²² Al contrario del testo del 1988, estremamente sintetico e snello, il secondo accordo di Basilea è composto da più di duecento pagine concentrate soprattutto nella prima parte - detta pilastro - concernente le nuove modalità di calcolo dei requisiti patrimoniali minimi (il secondo pilastro è dedicato al controllo prudenziale nel suo complesso e il terzo ai requisiti di trasparenza).

dell'affidabilità delle imprese da parte delle banche, queste ultime possono disporre, in base alle nuove disposizioni di “Basilea 2”, di tre diverse metodologie:

- *Metodo standard*, secondo cui la novità principale è l'utilizzo dei rating esterni per quelle imprese che sono state valutate da un'agenzia specializzata;
- *Metodo dei rating interni base*, dove è la banca ad attribuire, tramite un proprio modello di analisi, un rating all'impresa. Tale rating esprime dunque la valutazione della banca sulla capacità dell'impresa di ripagare il prestito ricevuto;
- *Metodo dei rating interni avanzato*, dove il requisito è basato sulla stima dei rischi operativi del sistema di misurazione interno della banca. Le informazioni che la banca richiede all'impresa, per l'assegnazione del rating, sono quantitative e parzialmente qualitative. Le aree di indagine riguardano principalmente gli indicatori di bilancio, i dati fondamentali interni, l'accertamento presso la centrale dei rischi e la rischiosità settoriale. La scelta della banca tra i vari metodi è caratterizzata dall'impiego sia di strumenti complessi, sia di *rating* interni, di base e avanzato, per i quali gli Istituti di credito devono ricevere una specifica autorizzazione da parte della Banca d'Italia per poter utilizzare il proprio sistema di valutazione ai fini del calcolo dei requisiti patrimoniali.¹²³

In particolare, il rating di una ECAI è volto a misurare il merito di credito e più in generale il rischio di controparte connaturato ad ogni singola esposizione della banca, al fine di valutare la misura in cui ogni suo credito è garantito, liquido e facile da riscuotere. Ad ognuno dei rating così assegnati è associato un determinato coefficiente di ponderazione in base a quanto previsto dalle istruzioni della competente autorità di vigilanza. Successivamente, a tutte le esposizioni viene applicato il coefficiente associato al rating loro assegnato e, una volta ponderate, esse saranno usate per ottenere il valore del credito ponderato al rischio (*risk weighted assets* RWA) dal quale estrapolare l'ammontare del capitale liquido che l'istituto di credito ha il dovere di accantonare e preservare.

¹²³ Un peculiare tipo di rating, che merita un'analisi specifica, è chiamato “*Standardised Approach*” il quale prevede che ogni singola controparte nei confronti della quale la banca può vantare un'esposizione al rischio sia sottoposta al rating di un'agenzia che abbia ottenuto il riconoscimento come ECAI (*External Credit Assessment Institution*).

Il vero *punctum dolens*, tuttavia, consiste nell'inclusione del rating in varie regolamentazioni, come parametro di solvibilità di un soggetto (cd. *outsourcing* regolamentare)¹²⁴ il quale prevede che per le banche siano previste regole patrimoniali differenti a seconda del grado di rischiosità dei loro debitori.¹²⁵ Con questo tipo di regole, i legislatori hanno di fatto delegato una parte non trascurabile delle funzioni di vigilanza alle agenzie, che finiscono da una parte, per fornire un'autorizzazione regolamentare piuttosto che una corretta informazione agli investitori, acquisendo implicitamente un valore pubblicistico; dall'altra, di deresponsabilizzare gli intermediari, che invece di compiere le proprie valutazioni si affidano a quelle degli altri.

Successivamente il Comitato di Basilea è nuovamente intervenuto¹²⁶ approvando un nuovo Accordo, il cosiddetto “Basilea 3” che impone requisiti patrimoniali più severi per l'operatività delle banche. Esso - alla stregua di Basilea 1 e 2 - mira a definire una serie di regole il cui fine è, da un lato, porre dei vincoli all'assunzione di eccessivi rischi da parte delle banche e dall'altro, premiare i comportamenti virtuosi.¹²⁷

¹²⁴ Il secondo accordo sul capitale del Comitato di Basilea II - che è alla base della Direttiva Europea sull'adeguatezza patrimoniale (c.d. Capital Requirements Directive) - collega l'ammontare del capitale che le banche devono accantonare alla rischiosità dell'attività da loro svolta a sua volta determinante in ragione del rating assegnato dalle agenzie ai debitori della banca. Tale tipo di rinvio, alimentando la richiesta di valutazioni elevate, favorisce l'insorgere di pratiche di rating shopping ed aumenta i rischi di conflitto di interesse.

¹²⁵ La direttiva 2006/48/EC, detta Capital Requirement Directive (CRD), introduce in Europa la disciplina prevista dall'Accordo di Basilea II sui requisiti di capitale delle banche. Nonostante la direttiva incentivi gli istituti di credito ad elaborare, quando è possibile, i propri rating interni al fine di ponderare le esposizioni al rischio, tuttavia sia nel caso delle operazioni di cartolarizzazione sia nel caso più generale in cui una banca adotti il più semplice Standardised Approach, è previsto il ricorso ai rating emessi da soggetti esterni, detti External Credit Assessment Institution, intesi come agenzie di rating specializzate nell'emissione di tale tipologia di giudizi. Anche le imprese di assicurazione e riassicurazione, sebbene in misura minore, sono soggette ai rating delle agenzie. Nonostante nel calcolo dei margini di solvibilità previsti dalla direttiva 2002/83/EC - detta Solvency I - non siano previsti espliciti riferimenti al rating, dettando la normativa solo un'armonizzazione minima della disciplina, essa consente che legislazioni nazionali emanate in sede di recepimento presentino riferimenti espliciti ai giudizi delle agenzie. Diverso è il caso della direttiva Solvency II, ossia la 2009/138/EC, che costituisce un framework molto più dettagliato che nell'analisi dei rischi non fa alcun riferimento diretto al rating, in quanto impone un calcolo dei requisiti di capitale secondo una formula standard.

¹²⁶ Il 12 settembre 2010

¹²⁷ Gli elementi fondanti approvati e annunciati dal Comitato di Basilea e dai Governatori e Capi della vigilanza tra il luglio 2009 e il settembre 2010, sono i seguenti: innalzamento della qualità del capitale regolamentare per aumentare la capacità delle banche di assorbire le perdite in un'ottica sia di continuità aziendale (*going concern*) sia di liquidazione (*gone concern*); estensione della copertura

La sottesa *ratio* consiste nel verificare che il patrimonio di vigilanza di cui dispone la banca sia sufficiente a far fronte alle perdite e scongiurare così danni peggiori. A tal uopo, sono state imposte nuove regole per consentire maggiore elasticità al sistema stesso e permettere agli Organismi di Vigilanza di modellare la quantità di patrimonio minimo obbligatorio sulla base anche di esigenze contingenti. Tra

dei rischi nello schema patrimoniale, in particolare per le attività di trading e per le cartolarizzazioni e al rischio di controparte connesso a strumenti derivati. Il Comitato è composto da rappresentanti di banche centrali e autorità di vigilanza di Arabia Saudita, Argentina, Australia, Belgio, Brasile, Canada, Cina, Corea, Francia, Germania, Giappone, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Italia, Lussemburgo, Messico, Paesi Bassi, Regno Unito, Russia, Singapore, Spagna, Stati Uniti, Sudafrica, Svezia, Svizzera, Turchia. Il Segretariato del Comitato ha sede presso la Banca dei Regolamenti Internazionali a Basilea, Svizzera. Il Gruppo dei Governatori delle banche centrali e dei Capi della vigilanza è l'organo direttivo del Comitato di Basilea e si compone dei Governatori delle banche centrali e dei responsabili degli organi di vigilanza (diversi dalle banche centrali) dei paesi membri.

La risposta del Comitato di Basilea alla crisi finanziaria è stata la fissazione di più elevati requisiti patrimoniali minimi, in particolare mediante l'aumento dal 2 al 4,5% del livello minimo per il capitale di qualità più elevata (common equity) e l'introduzione di un capital conservation buffer del 2,5%, che porterà il requisito totale per il common equity al 7%; l'introduzione di un indice di leva finanziaria (leverage ratio) armonizzato a livello internazionale, che funge da supporto ai coefficienti patrimoniali ponderati per il rischio, al fine di contenere l'eccessivo accumulo di leva nel sistema; l'innalzamento degli standard per il processo di controllo prudenziale (secondo pilastro) e l'informativa al pubblico (terzo pilastro), insieme a ulteriori linee guida in materia di prassi di valutazione, prove di stress, gestione del rischio di liquidità, governo societario e retribuzioni; l'introduzione di due standard globali minimi di liquidità, costituiti dal liquidity coverage ratio focalizzato sul breve periodo e dal net stable funding ratio, indicatore strutturale di più lungo periodo; la promozione dell'accantonamento di risorse patrimoniali in eccesso nelle fasi cicliche espansive cui poter attingere nei periodi di tensione, attraverso la costituzione di un capital conservation buffer e di un buffer anticiclico finalizzato a proteggere il settore bancario in periodi di crescita eccessiva del credito. Il Comitato collabora inoltre con il Financial Stability Board per contenere i rischi connessi con le banche più rilevanti: il 12 settembre 2010 i Governatori e i Capi della vigilanza hanno concordato che le banche di importanza sistemica dovranno avere una capacità di assorbimento delle perdite che vada oltre gli standard minimi previsti dallo schema di Basilea 3. Poiché queste riforme sono destinate a trasformare il quadro regolamentare globale e a promuovere un sistema bancario più robusto, il Comitato ha compiuto un'accurata valutazione dei potenziali effetti di Basilea 3, sia sul settore bancario sia sull'economia nel suo complesso. Tale studio è giunto alla conclusione che il passaggio a requisiti patrimoniali e di liquidità più stringenti dovrebbe avere un impatto modesto sulla crescita economica. Inoltre, i benefici economici di lungo periodo supereranno ampiamente i costi associati agli standard più severi. In prospettiva, il Comitato intende concentrare i propri sforzi sull'applicazione di Basilea 3 e delle connesse prassi di vigilanza ottimali. Sono inoltre in corso lavori nelle seguenti aree:

- riesame sostanziale del portafoglio di negoziazione;
- utilizzo e impatto di rating esterni nello schema patrimoniale per la cartolarizzazione;
- risposte politiche alla problematica delle banche sistemicamente rilevanti;
- trattamento dei grandi fidi;
- rafforzamento dei regimi di risoluzione delle banche internazionali;
- revisione dei principi fondamentali per un'efficace vigilanza bancaria al fine di recepire gli insegnamenti derivati dalla crisi;
- applicazione degli standard e più stretta collaborazione tra le autorità di vigilanza bancaria tramite collegi di supervisori.

queste, particolare attenzione è stata data al c.d. “rischio liquidità” (rischio di cui è emersa tutta la pericolosità proprio all’indomani del crack Lehman Brothers che ha costretto le banche centrali a iniettare ingentissime quantità di liquidità per evitare lo stallo di tutto il sistema). A fronte di tale rischio, è richiesto alle banche di soddisfare nuove condizioni di equilibrio - sia di breve che di medio termine – in relazione a fabbisogni improvvisi di liquidità. Parallelamente, allo scopo di contrastare ed attenuare la pro-ciclicità del sistema finanziario, ossia l’eccessiva sensibilità alle dinamiche congiunturali di breve periodo che concorrerebbe ad alimentare la crisi stessa, verrà richiesto alle banche di accantonare una maggiore quantità di capitale nelle fasi di espansione del ciclo economico da utilizzarsi nelle eventuali fasi di crisi future.

Basilea, dunque, ha affermato un nuovo modello di vigilanza prudenziale ove al posto dei poteri discrezionali di guida e di direzione del settore, si afferma l’esercizio di attività di vigilanza in posizione di neutralità e terzietà.

A tale aspetto è strettamente connesso il problema dell’efficacia della regolazione di origine globale. A ben vedere all’origine della crisi vi sono una pluralità di fattori, in parte endogeni al funzionamento del mercato ed in parte da ricollegare ad un fallimento della regolazione esistente. Allora, appare doveroso porsi il quesito: gli standard globali di recente elaborazione si presentano idonei ad incidere sui profili di problematicità emersi nel corso della crisi? Benché gli standard si limitino a dettare alcuni criteri minimi, nella prassi si possono presentare gradi di specificità variabili, sicché la tassonomia delle regole globali si presenta maggiormente differenziata. La differenziazione nel grado di precisione degli standard globali ha delle conseguenze di rilievo in quanto solo le regole più dettagliate consentono una verifica più puntuale sul grado di osservanza vincolando in misura maggiore i destinatari.¹²⁸

E’ opportuno, pertanto, che la regolazione come garanzia per il privato investitore, si connoti di forme e prevenzione, provvedendo a catalogare il privato a seconda

¹²⁸A riguardo si v. I principi dell’amministrazione europea, in Sistema del diritto amministrativo italiano, diretto da G. Morbidelli, F.G. Scoca, Torino, Giappichelli 2010

del proprio profilo e delle proprie esigenze,¹²⁹ garantendo ad ognuno il contratto più idoneo secondo il principio costituzionale di differenziazione.¹³⁰

2.6. La regolazione possibile: principio di sussidiarietà, differenziazione ed adeguatezza

Una volta evidenziata l'evoluzione della normativa in materia di rating, l'attenzione si sposta sulle possibilità di regolare il mercato in maniera compiuta tenendo presente le principali debolezze.

In primis, occorrerà riflettere sulla mancanza di competizione all'interno del mercato del rating, determinata dalle barriere sia economiche che regolamentari poste all'accesso del mercato stesso, che ha contribuito a determinare un regime oligopolistico di offerta dei rating e ha reso estremamente difficoltoso l'ingresso di nuovi entranti, impedendo qualsiasi dinamica concorrenziale di selezione dell'attore più efficiente.

Non da meno è il potenziale conflitto di interessi connotato all' *issuer paid model*, imperniato su di una situazione in cui il controllore - la cui attività deve essere improntata a emettere un giudizio il più imparziale e affidabile possibile - è pagato dal controllato, che ha invece interesse a ottenere un giudizio indulgente ed elevato, venendosi a creare nei casi più estremi una situazione di dipendenza economica delle agenzie dai propri clienti. Significativa è ancora l'immunità pressoché totale delle agenzie di rating da qualsiasi tipo di responsabilità per i danni cagionati da rating inesatti, sia nei confronti di emittenti che lamentino di essere stati danneggiati da un rating inopinatamente basso sia nei confronti di investitori che abbiano fatto affidamento sui rating nell'acquistare strumenti finanziari rivelatisi poi privi di valore. In particolare, una volta convenute in giudizio, la linea difensiva delle

¹²⁹ A tal riguardo, si veda la direttiva MIFID in attuazione di una sussidiarietà ascendente.

¹³⁰ *Cfr.* Marengi E.M., *Il diritto ai tempi della crisi: La regolazione possibile in Amministrazione e nuovo diritto*, Gutenberg Edizioni 2012, pag. 21

agenzie è sempre stata imperniata sull'assunto che i rating non costituiscono raccomandazioni ad acquistare, bensì mere opinioni sulle caratteristiche di un emittente o di uno strumento, assimilabili a quelle espresse dalla stampa finanziaria e protette dalla libertà di espressione.

E' evidente, tuttavia, che la questione più urgente da risolvere è di certo quella concernente lo strumento normativo. Le regole globali appaiono per certi versi troppo generiche limitandosi a dettare requisiti minimi;¹³¹ nella prassi, peraltro, non tutti gli standard globali si presentano egualmente generici ed in tale ottica è facile chiedersi in che modo tali norme incidano sul potere delle autorità domestiche.¹³² In ragione della loro formulazione poco dettagliata, gli standard internazionali sono stati a lungo ritenuti come particolarmente rispettosi dell'autonomia nazionale; la possibilità che essi siano invece estremamente specifici fa sì che taluni di essi, ben lungi da lasciare ampio spazio alla sovranità statale, finiscano invece per vincolare in modo sensibile le amministrazioni nazionali. Ne deriva che, se una formulazione dettagliata degli standard accentua le problematiche collegate alla legittimità della regolazione, l'elaborazione per principi viene invece criticata sotto il profilo dell'efficacia: un'eccessiva discrezionalità nella fase di attuazione di tali regole comporterebbe un patchwork di discipline differenti, tale da vanificare gli obiettivi che la regolamentazione globale si propone.

Occorre osservare che “ogni crisi è una crisi diversa per presupposti e cause endogene ed esogene e una legislazione organica generalista, regolatrice ed anticipatrice, è utopia (omissis). Capire la crisi, le cause scatenanti fino a predisporre terapie idonee, è problema economico, tutto interno a valutazioni di ordine economico. Selezionare le regole più idonee è compito del diritto; ma non ci può essere un diritto dell'emergenza”¹³³ in quanto l'emergenza, piuttosto che intervenire sulle cause, determina interventi singoli, straordinari ed occasionali, indebolendo la costruzione di una regolazione idonea. E, a ben vedere, neppure il G20 di Pittsburg ha introdotto i *legal standard* attesi, intervenendo unicamente sulla

¹³¹ K.W. Abbott, R. Kehoane, A. Moravcsik, The concept of legalization, pag. 401.

¹³² S. Cassese, Gamberetti, tartarughe e procedure. Standard globali per i diritti amministrativi nazionali, pag. 73

¹³³ A riguardo, si v. Marengi E.M., Il diritto ai tempi della crisi: La regolazione possibile in Amministrazione e nuovo diritto, Gutenberg Edizioni 2012, pag. 21

soggettività e sulle competenze, lasciando sospesi i poteri e le funzioni effettivi di regolazione.

Per una redazione esatta della norma, dovrà tenersi conto, peraltro, dei principi ispiratori della novellata Costituzione in chiave federalista quali il principio di sussidiarietà, adeguatezza e differenziazione. In particolare, in virtù del principio di sussidiarietà (art. 5, par. 3 del TEU), l'Unione Europea interviene soltanto se e in quanto gli obiettivi dell'azione prevista non possano essere conseguiti in misura sufficiente dagli Stati membri, ma possono, a motivo della portata o degli effetti dell'azione in questione, essere conseguiti in maniera più efficiente a livello di Unione. Le agenzie di rating del credito operano a livello mondiale e sono regolamentate a livello dell'UE. I rating emessi da un'agenzia di rating del credito avente sede in uno Stato membro sono utilizzati e considerati affidabili dai partecipanti al mercato di tutta l'UE.

E' chiaro, che i fallimenti e la mancanza di un quadro di regolamentazione in uno Stato membro specifico potrebbero influire negativamente sui partecipanti al mercato e sui mercati stessi di tutta l'UE. Per proteggere gli investitori e i mercati da possibili carenze, si rendono pertanto necessarie norme solide applicabili in tutta l'UE¹³⁴ ed il principio di sussidiarietà¹³⁵ ha le potenzialità per meglio interpretare le

¹³⁴ PICARDI, L., *Il rating fra crisi e riforma dei mercati finanziari*, in *Rivista di diritto civile*, 2009, 6, p. 713-755.

¹³⁵ Del principio di sussidiarietà la Costituzione italiana fa uso in diversi contesti: ai fini della distribuzione delle funzioni amministrative tra i livelli di governo territoriale ed i relativi enti, nei quali si articola la Repubblica come principio ispiratore delle attività dei pubblici poteri intese a favorire lo svolgimento di attività di interesse generale da parte dei cittadini, singoli ed associati (art. 118, quarto comma); come principio che, unitamente al principio di leale collaborazione, deve essere seguito nell'esercizio dei poteri sostitutivi da parte del Governo nei confronti degli enti territoriali e rispettato dal legislatore nel dettare la disciplina di detti poteri. In tutti questi contesti, il principio di sussidiarietà viene ad incidere sia sulla dislocazione o sull'esercizio della funzione amministrativa o comunque sullo svolgimento di attività di carattere amministrativo sia sull'esercizio della funzione normativa, in virtù della stretta connessione tra le due funzioni (sul punto, segnatamente, C. cost. N. 303/2003). Tale termine, dunque, nella sua accezione originaria ed a prescindere dalle diverse applicazioni positive, esprime due concetti, l'uno palese, dal significato stesso dell'espressione letterale, e l'altro dal primo presupposto. Un'organizzazione di governo, è legittimata, e nello stesso tempo tenuta, ad intervenire con la sua azione, in ausilio, o in favore, di un'altra, evidentemente dotata di minore capacità di governo, in generale ovvero con riferimento a circostanze contingenti, in quanto non sufficientemente dotata di mezzi o di dimensione organizzativa. Il principio così formulato presuppone che l'ente, l'organizzazione di governo inferiore (subsidiata) abbia una vasta sfera di azione, in principio estesa a far fronte ad ogni esigenza della propria comunità di riferimento, restando confinata, appunto, l'azione dell'ente superiore al subsidio di essa, laddove necessario.

aspettative di una possibile, futura formazione: è il “criterio di riparto del possibile giuridico”.¹³⁶

Peraltro, il principio di sussidiarietà ascendente, che avvicina il cittadino alla funzione, costituisce il naturale collegamento con l’altro principio primario dell’adeguatezza che orienta una ripartizione per parametri di idoneità organizzativa, eminentemente sensibile ai profili della soggettività.¹³⁷

Questo processo di sistemazione dal basso trae ulteriormente legittimazione dal principio di differenziazione idoneo a determinare un esercizio differenziato, per finalità non uniformi in relazione alla diversa incidenza della crisi sulle categorie economiche. Ritorna in tal modo il concetto di differenziazione¹³⁸ che si apre al concetto ordinamentale del federalismo.¹³⁹

¹³⁶In argomento, si v. E. M. Marengi, *Procedimenti e processualprocedimento Cedam Padova 2009* pag. 172 e ss.

¹³⁷La valutazione di adeguatezza rappresenta uno dei cardini dell’attuale impianto della MiFID. L’obiettivo del rafforzamento delle previsioni a tutela dell’investitore, nel quadro della “centralità del cliente” disegnato dalla MiFID, ha portato alla definizione da parte del legislatore europeo, già nel 2004, di norme particolarmente stringenti, evidentemente, in quanto, per sua natura il rapporto tra le parti è connotato da asimmetrie informative che privilegiano gli intermediari. A ciò si aggiunga l’ampio dibattito a livello di dottrina e letteratura (ma anche di “moral suasion”) in materia di educazione finanziaria, rilevazione della tolleranza al rischio degli investitori e finanza comportamentale.

¹³⁸Tale principio trova applicazione nella L. 28 gennaio 2009, n. 2, la quale nel quadro delle misure urgenti anticrisi ha previsto l’istituzione presso le prefetture di un Osservatorio ad hoc.

¹³⁹Sul principio di differenziazione e sulla vis normativa incidente sul diritto uniforme cfr Marengi, *Il sistema amministrativo locale*, in *Trattato di diritto amministrativo*, diretto da G. Santaniello, Padova, 1994 pag. 149.

Capitolo III – I modelli di responsabilità del rating e la riforma

3.1. Il ruolo degli enti locali nella determinazione del sistema di finanza locale e la certificazione delle agenzie di rating

L'esigenza sempre più attuale di fornire agli investitori informazioni sintetiche sullo stato di salute del sistema pubblico, ha consolidato il potere delle agenzie che nel corso delle loro attività intervengono anche nella valutazione degli enti locali facendo emergere alcune criticità nella *governance* pubblica italiana.

E' noto quanto la forza competitiva dei sistemi territoriali sia strettamente legata alla capacità di attivare le risorse necessarie alla realizzazione degli investimenti pubblici locali; la ricerca di approcci innovativi al finanziamento di programmi di investimento promossi dagli enti locali assume - a maggior ragione - in un contesto complesso come quello della finanza pubblica italiana, un rilievo strategico di centrale importanza.

In particolare, la struttura e i meccanismi di funzionamento della spesa locale, hanno subito nel corso degli ultimi venti anni notevoli mutamenti, in ragione di significativi cambiamenti nel sistema dei trasferimenti erariali così come nell'attribuzione delle competenze agli enti locali, legati soprattutto al processo di risanamento della finanza pubblica nazionale.

Il nuovo modello che ha preso avvio con le leggi Bassanini ed è proseguito con la riforma costituzionale del 2001, ha diversificato le tipologie di indebitamento per le amministrazioni locali comprendendo anche la possibilità di ottenere mutui da istituti bancari privati, ovvero di ricorrere al *funding* sui mercati finanziari domestici

ed esteri mediante emissioni di titoli obbligazionari, sia infine, di ricorrere a forme alternative di finanziamento come la cartolarizzazione.¹⁴⁰

In tale prospettiva, la capacità di reperimento delle risorse finanziarie è correlata all'ottenimento di una valutazione positiva del merito di credito dell'ente locale; in tal senso, assume rilevanza determinante la valutazione dell'affidabilità creditizia certificata delle agenzie di rating con l'emissione di rating.

La possibilità di ricorrere ai mercati finanziari da parte degli enti locali attraverso l'emissione di prestiti obbligazionari ha infatti introdotto accanto al rispetto delle previsioni normative, l'esigenza di valutare se un'obbligazione offerta sul mercato presenti un livello di rischio sostenibile rispetto agli obiettivi di rendimento prefissati dall'acquirente. A tal fine, l'ente emittente deve preventivamente rivolgersi ad alcune agenzie indipendenti rispetto all'emittente e all'acquirente del titolo che valutino la solidità dell'operazione escludendo rischi di insolvenza.¹⁴¹

L'analisi alla base della formulazione del rating coinvolge diverse variabili; tra questi rientrano la struttura finanziaria nel suo complesso e i flussi di cassa dell'ente; il grado di reperimento di risorse proprie e l'autonomia finanziaria e tributaria; i risultati dei bilanci preventivi e consuntivi; le informazioni riguardanti il debito; la struttura governativa; il sistema dei controlli amministrativi, i meccanismi di controllo delle entrate e delle uscite, la gestione della liquidità.

¹⁴⁰ Introdotta in Italia con la legge 130/1999, la cartolarizzazione è stata prevista per gli enti locali già a partire dalla Finanziaria del 2002 e poi confermata dalle successive Finanziarie 2004 e 2007. Secondo l'art.2.4 della legge citata "nel caso in cui i titoli oggetto delle operazioni di cartolarizzazione siano offerti ad investitori non professionali, l'operazione deve essere sottoposta alla valutazione del merito di credito da parte di operatori terzi". Per il legislatore italiano gli investitori professionali sono in grado di valutare direttamente i rischi. La dottrina ha proposto l'ampliamento della sfera del rating ritenendo che la valutazione sia necessaria quando l'investitore professionale acquista i titoli per collocarli successivamente presso il pubblico (v. Rodford, *Cartolarizzazione dei crediti e tutela del risparmio*, in Società, 2000, p.1167). La CONSOB, come richiesto dal comma 5 dello stesso art.2, con deliberazione n.12175 del 2 novembre 1999 ha stabilito i requisiti di professionalità ed i criteri per assicurare l'indipendenza degli operatori che svolgono la valutazione del merito di credito e l'informazione sugli eventuali rapporti esistenti tra questi e i soggetti che a vario titolo partecipano all'operazione. L'art.2.1, lett.b) dispone che "alla formulazione del giudizio sul merito di credito concorrano persone che abbiano maturato un'esperienza direttiva non inferiore a tre anni in società o strutture aziendali specializzate nella valutazione dei crediti. v. in proposito De Vitis, *Le società di rating*, in Ferro-Luzzi, *La cartolarizzazione, commento alla legge n.130/99*, 2005, p.232 e ss.

¹⁴¹ Il rating dell'emittente è talvolta obbligatorio; ad esempio in Italia devono essere sottoposti a valutazione del merito di credito i titoli oggetto di operazioni di cartolarizzazioni che sono offerti ad investitori non professionali (L. 130/99).

Un fattore di primaria importanza nell'analisi del budget è rappresentato dalla capacità o meno da parte dell'ente di incidere in modo significativo sul livello delle proprie entrate e aumentarle qualora ve ne fosse la necessità; di qui la rilevanza del trasferimento di capacità fiscale diretta verso i livelli di governo territoriale. Assumono, altresì rilevanza, elementi quali la gestione dei disavanzi, il livello di indebitamento esistente e quello massimo consentito dal quadro normativo e regolamentare, la capacità di destinare alcune voci di entrata al pagamento degli interessi e al rimborso del capitale delle emissioni obbligazionarie e dei mutui. Vengono infine analizzati il profilo finanziario e le politiche di bilancio con particolare riferimento alla valutazione dei principi secondo i quali sono redatti i documenti contabili, la diversificazione delle fonti di finanziamento, la valutazione del profilo di liquidità e la valutazione dell'indebitamento complessivo per volumi e caratteristiche.

Sulla base di quanto descritto ben si comprenderà l'attenzione rivolta alle agenzie di rating in occasione del downgrade che ha interessato l'intero territorio nazionale. E' recente, invero, il declassamento di numerosi enti locali¹⁴² e di altrettanti istituti di credito ed aziende nazionali tra le quali Poste Italiane, Eni, Terna ed Acea; del resto, si tratta di un effetto a catena determinato dal declassamento dell'Italia¹⁴³ ad opera delle agenzie Moody's e Standard & Poor's che hanno tagliato il rating dell'Italia portandolo a 'Baa2' da 'A3'.¹⁴⁴

¹⁴² Tra essi Lombardia, Lazio, Sicilia, Piemonte, Veneto, Puglia, Calabria, Campania, Liguria, Umbria, Sardegna, Abruzzo, Molise, Basilicata e 4 città capoluogo di Provincia quali Milano, Napoli, Venezia e Siena

¹⁴³ Alla quale è stata assegnato un rating pari a quello del Marocco

¹⁴⁴ Di seguito i declassamenti di Moody's più recenti:

ENTI CON RATING SUPERIORE A QUELLO DELL'ITALIA

- Provincia autonoma di Bolzano: A3 con outlook negativo
- Provincia autonoma di Trento: A3 con outlook negativo
- Lombardia: Baa1 con outlook negativo
- Cassa del Trentino: A3 con outlook negativo

ENTI CON RATING UGUALE A QUELLO DELL'ITALIA

- Basilicata: Baa2 con outlook negativo
- Liguria: Baa2 con outlook negativo
- Umbria: Baa2 con outlook negativo
- Veneto: Baa2 con outlook negativo
- Puglia: Baa2 con outlook negativo
- Sardegna: Baa2 con outlook negativo

Le conseguenze sono note. Si potrebbe tuttavia obiettare che ad oggi le agenzie di rating forniscono informazioni solo parziali sullo stato debitorio degli enti territoriali in quanto, di fatto, escludono l'ente da una valutazione meramente qualitativa con riferimento in particolar modo alla *governance* amministrativa, alla trasparenza, all'impatto ambientale etc. Per colmare, in parte, tale deficit si potrebbe ricorrere al rating etico, oggi destinato in particolar modo alle aziende private ma che in prospettiva potrebbe essere utile applicare sistematicamente anche alle aziende pubbliche.

3.2. Il Rating Etico

Il rating etico è un metodo utilizzato per classificare sia i programmi degli stati sia le attività delle imprese in base al loro grado di responsabilità sociale.¹⁴⁵ In tale prospettiva, rappresenta uno strumento importante per valutare il livello di responsabilità sociale dell'impresa consentendo di individuare punti di forza e punti di debolezza, rischi ed opportunità di determinate politiche di responsabilità sociale.

-
- Sicilia: Baa2 con outlook negativo
 - Milano: Baa2 con outlook negativo
 - Siena: Baa2 con outlook negativo
 - Venezia: Baa2 con outlook negativo

ENTI CON RATING PIÙ BASSO DI QUELLO DELL'ITALIA

- Abruzzo: Baa3 con outlook negativo
- Calabria: Baa3 con outlook negativo
- Campania: Baa3 con outlook negativo
- Lazio: Baa3 con outlook negativo
- Molise: Baa3 con outlook negativo
- Piemonte: Baa3 con outlook negativo
- Napoli: Ba1 con outlook negativo.

¹⁴⁵ Numerose agenzie di rating private attribuiscono rating etici o creano appositi indici o panieri su incarico di banche e fondi di investimento. Tra i rating etici pubblici più noti vi sono quelli della Agenzia Europea di Investimenti Standard Ethics di Bruxelles su imprese quotate e stati nazionali (il voto attribuito da questa Agenzia va da un massimo di tripla E (EEE), al più basso che è la (E-). Si tratta di giudizi emessi esclusivamente in relazione alle indicazioni di sostenibilità provenienti dall'OCSE, dall'ONU e dalla UE che sono contenute in numerosi documenti di queste organizzazioni.

Esso nasce da un'evoluzione operativa nel mondo della finanza ed in particolar modo della dottrina della responsabilità sociale d'impresa,¹⁴⁶ per fornire un livello qualitativo dell'emittente in riferimento a parametri diversi da quelli finanziari. *De jure condendo* - al fine di ridurre i margini di errore di un rating - sarebbe auspicabile rendere obbligatorio l'applicazione del rating etico agli enti locali in considerazione della consolidata equiparazione tra le imprese private e le aziende pubbliche.

Invero, con il processo di attuazione della riforma della pubblica amministrazione in chiave federalista, il recente ruolo attribuito agli enti locali, fondato sul perseguimento dei principi di sussidiarietà, differenziazione e adeguatezza, diviene sempre più centrale nel processo di costruzione di una nuova architettura istituzionale, caratterizzata da una moderna *governance* pubblica. Con il rating etico, potrebbe compensarsi l'analisi tipicamente finanziaria strutturata su indici finanziari ed economici, con dati concernenti le opportunità correlate al modello di programmazione e *governance* degli enti locali. I rating target selezionati per individuare il rating etico concernano, infatti, lo stato di salute della finanza pubblica; la trasparenza informativa e partecipativa; le virtuosità del modello di programmazione di generare uno sviluppo endogeno; l'adeguatezza e la capacità dei servizi di soddisfare i bisogni e le aspettative di sviluppo.

L'opportunità che deriverebbe dall'implementazione di una valutazione degli enti locali territoriali consentirebbe al contempo di incidere sul grado di partecipazione dei cittadini grazie all'azione di trasparenza connessa al giudizio di rating, senza contare l'incidenza positiva derivante dall'impiego combinato di diversi strumenti di valutazione e controllo sul processo di innovazione della PA in termini culturali, etici, organizzativi, motivazionali, di processo e di risultato, nonché di valorizzazione delle competenze.¹⁴⁷

¹⁴⁶ Per una disamina sui modelli della responsabilità sociale d'impresa e del rating si rimanda a E. D'ORAZIO, *Verso una teoria degli stakeholder descrittiva: modelli ad uso dei manager di organizzazioni complesse in Notizie di Politeia*, XXI, 78, 2005 Milano pp. 11-58

¹⁴⁷ Peraltro, il modello di rating etico non si pone in antitesi o in conflitto con le tipologie e gli organi di controllo già previsti in numerose fonti normative, bensì, in modo sinergico e complementare.

3.3. Il potere privato delle agenzie di rating

Le certificazioni di mercato operate dal rating offrono una ricca fenomenologia di interdipendenza tra pubblico e privato nella produzione di certezze. In altri termini il fenomeno si riferisce a tutti quei certificatori privati operanti nei mercati nazionali ed esteri che attestano con funzione di certezza la conformità a norme tecniche consensuali di prodotti o soggetti. Sono questi i casi in cui forme di accertamento privati risultano giuridicamente vincolanti per effetto di vincoli contrattuali. La rilevanza progressivamente acquisita da questi strumenti all'interno della sfera pubblica ed in quella amministrativa è sintomatica di una crescente rilevanza della produzione di formazione tecnica facente capo ad enti ovvero ad organismi non pubblici: le agenzie di rating.¹⁴⁸

Del resto, il rapporto tra poteri pubblici e certificazioni private è intessuto secondo una trama molto articolata in cui i poteri pubblici riconoscono e rinviano alle certificazioni private per finalità di interesse generale mettendo in tal modo in discussione alcune categorie pubblicistiche che riflettono la concezione statocentrica della modernità ampliando gli ambiti degli istituti che riconducono ad un rapporto di strumentalità con i poteri pubblici ogni manifestazione di certezza pubblica.

Al fine di correggere tali meccanismi, si dovrà operare una ricollocazione sistematica dei complessi rapporti tra poteri pubblicistici e sistemi di mercato oltre a riflettere sulle conseguenze derivanti dal rinvio alle certificazioni di mercato delle modalità di esercizio dei poteri pubblici.

Il rapporto tra attività pubblicistiche accertative e funzioni private ha acquisito una specifica fisionomia anche grazie a contributi dottrinari volti a studiare il rapporto tra potere pubblico e rapporti di autonomia privata. Un contributo significativo è

¹⁴⁸ L'attività delle agenzie appartiene pur sempre ad una dinamica privata, che diviene però oggetto di regolamentazione pubblica, a garanzia della produzione del bene pubblico fiducia, la cui salvaguardia richiede lo stabile contemperamento tra valori economici e non economici

apportato dalla teoria della c.d. “amministrazione pubblica del diritto privato” che pur abbracciando una pluralità di fattispecie molto lontane tra loro, ha avuto il pregio di assumere come punto di osservazione lo Stato che interviene nell’attività giuridica tra privati.¹⁴⁹ Tale teoria, tuttavia, è stata ampiamente criticata da chi ne sottolinea l’estrema eterogeneità di contenuti.¹⁵⁰

La c.d. teoria dell’esercizio privato di pubbliche funzioni aggiunge a questo quadro composito un nuovo modello che consente, sia pure mediante la formula dell’organo indiretto, di spiegare l’inserimento nell’organizzazione pubblica di privati esercenti pubbliche funzioni.

La configurazione di privati esercenti pubbliche funzioni come organi indiretti realizza una figura organizzativa che per il tramite della definizione di una serie di doveri pubblici in capo ai privati e di un’attività di controllo e direzione da parte dell’amministrazione consente l’imputabilità pubblica dei risultati, pur nella responsabilizzazione privata che è a fondamento della formula organizzativa.^{151, 152}

In tale prospettiva, si assiste, pertanto, ad una profonda crisi dell’impianto concettuale pubblicistico della certezza e del potere sovrano quale ordinatore del sistema economico, dovuta come è noto alla globalizzazione che rimette in gioco il ruolo del regolatore pubblico-statale superando la dimensione dello Stato. Tale assetto costituisce uno dei presupposti giustificativi delle asimmetrie informative.¹⁵³

¹⁴⁹ Si tratta di una nozione risalente ad Hanel e rielaborata in Italia da G. Zanobini, v. L’esercizio privato delle funzioni e dei servizi pubblici in Trattato di Diritto Amministrativo Italiano, a cura di V. E. Orlando, pag. 235 ss.

¹⁵⁰ Si veda a tal riguardo M.S. Giannini alla voce attività amministrativa in Enc. Dir. Giuffrè, Milano p. 993 ss.

¹⁵¹ Cfr G. Zanobini, l’esercizio privato delle pubbliche funzioni e l’organizzazione degli enti pubblici in Scritti vari di diritto pubblico, Milano 1955, pag. 96 ss.

¹⁵² In tal senso si veda anche S. Valentini, Precisazione sul munus publicum in Scritti in onore di Massimo Severo Giannini Giuffrè Milano 1988, pag 978.

¹⁵³ Sulla giustificazione dell’intervento pubblico a correzione delle asimmetrie informative si v. J. Stiglitz, Economia del settore pubblico, Hoepli, Milano, 2003 p. 65.

3.4. L' affidabilità dei giudizi di rating e la responsabilità giuridica delle agenzie¹⁵⁴

Il fatto che l'autorevolezza delle agenzie di rating sia cresciuta a prescindere dall'effettivo incremento di valore informativo e di attendibilità dei relativi giudizi non costituisce l'opinione di alcuni ma un'evidenza empirica.

È infatti un dato osservabile come sovente i giudizi di rating non siano tempestivamente aggiornati in rapporto al sopraggiungere di elementi di valutazione significativi; come frequentemente le agenzie palesino una resistenza a operare downgrade che peggiorino la situazione finanziaria dell'emittente, o, all'opposto, nel caso di rating non sollecitati e non ancorati ad uno specifico mandato, manifestino una tendenza ad annunciare eventuali downgrade con un anticipo fin troppo sospetto.

Questo insieme di elementi solleva la problematica dell'affidabilità dei giudizi di rating, sotto molteplici profili: dalla presenza di conflitti d'interesse tra agenzie ed emittenti alle modalità mediante le quali le agenzie operano, sia con riferimento alla trasparenza del proprio operato che alle metodologie di analisi adottate.

¹⁵⁴ In argomento v. Facci, *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, in *Contr.impr.*, 2008, 166. In argomento v. anche Pottino, *Gli analisti finanziari e le agenzie di rating*, in *Le nuove regole del mercato finanziario*, a cura di Galgano e Roversi-Monaco, Trattato di diritto commerciale, diretto da Galgano, Padova, 2009, 244 ss.; Onado, *Imprese, banche, agenzie di rating nella crisi del terzo millennio*, in AA.VV., *Mercati finanziari e sistema dei controlli*, Milano, 2005, 19 ss.; Gomellini, *Gli scandali dei mercati finanziari, l'attività di rating e i modelli di prevenzione dei reati (a margine del recente intervento legislativo di "salvataggio" del rating dei titoli risultanti da operazioni di cartolarizzazione di canoni di leasing e della prossima attuazione del Nuovo Accordo di Basilea 2)*, in *Dir.banca e merc. fin.*, 2004, 594, nota 10; Mancinelli, *L'assegnazione di rating, da parte delle agenzie: significato, implicazioni e particolari aspetti critici*, in *Bancaria*, 2005, 56; Rordorf, *Importanza e limiti dell'informazione ai mercati finanziari*, in *Giur. comm.*, I, 2002, 773. Per la letteratura straniera v., in particolare, Richter, *Die Verwendung von Ratings zur Regulierung des Kapitalmarkts*, Frankfurt/M, Berlin, Bern, Bruxelles, New York, Oxford, Wien, 2008; Eisen, *Haftung und Regulierung internationaler Rating-Agenturen*, Berlin, Bern, Bruxelles, New York, Oxford, Wien, 2008; Wien, 2007; Lemke, *Haftungsrechtliche Fragen des Ratingwesens-ein Regelungsproblem?*, Frankfurt/M, Berlin, Bern, Bruxelles, New York, Oxford, Wien, 2000. Sia consentito anche il richiamo a F. GRECO, *Informazione pre-contrattuale e rimedi nella disciplina dell'intermediazione finanziaria*, Milano, 2010, 38 ss.. Più in generale sulle agenzie di rating v. PERRONE, *Le agenzie di rating*, in Balzarini - Carcano - Ventrone (a cura di), *La società per azioni oggi*, Milano, 2007, 1023; GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, Milano, 2008, 410 ss.; PARMEGGIANI, *I problemi regolatori del rating e la via europea alla loro soluzione*, in *Banca impr. soc.*, 29, 2010, 459; SANNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, Napoli, 2011, 27 ss.

E' peraltro indubbio che il *credit rating*, quale giudizio espresso in forma sintetica, comprensibile e comparabile, risponde sempre di più all'esigenza di trasparenza di un ambito complesso come quello dei mercati finanziari.

Del resto, non si tratta solo di un'esigenza della clientela *retail* ma più in generale anche degli operatori qualificati onde poter effettuare una comparazione tra le miriadi di prodotti offerti sul mercato oltre ad avere un *benchmark* esterno per poter confrontare i propri punti di vista e giustificare così le proprie scelte.

Tuttavia, malgrado l'estrema rilevanza delle agenzie di *rating* la loro scoperta, dal punto di vista della riflessione giuridica, è abbastanza recente. In particolare, crescendo l'attenzione per le informazioni da loro fornite, si è posta la questione di un'eventuale responsabilità dell'agenzia per la diffusione di giudizi imprecisi, inesatti ovvero per la revisione di giudizi positivi intervenuti con grave ritardo.¹⁵⁵

Il dibattito trasferitosi prima in dottrina e poi in giurisprudenza è approdato verso una riflessione più generale sui profili della responsabilità nei confronti dell'investitore che abbia fatto affidamento sul giudizio espresso dall'agenzia.

Il problema che si è posto, sin dalle prime decisioni giurisprudenziali, è quello della qualificazione giuridica dell'eventuale responsabilità dell'agenzia di *rating* nei confronti dell'investitore. In merito, le tesi in contrasto sostengono un modello di responsabilità contrattuale ovvero una responsabilità aquiliana nella quale si innestano una probabile responsabilità da contatto sociale o un modello più generale di responsabilità per informazione inesatta.¹⁵⁶

¹⁵⁵ Soprattutto negli ultimi quindici anni, a seguito di una serie significativa di crisi e *defaults*, Si pensi ad alcune vicende eclatanti, tra cui la cd. "crisi dei mutui subprime", la vicenda *Lehmann Brothers* e il caso italiano della Parmalat. È noto infatti come in ognuno di questi casi un ruolo particolare sia stato svolto dalle agenzie di rating. Nella vicenda relativa alla crisi dei mutui subprime era stata espressa una serie di giudizi positivi sulle operazioni di cartolarizzazione dei mutui e la revisione di tali giudizi era intervenuta con grave ritardo rispetto al momento in cui si era verificata la flessione dei prezzi degli immobili. Nel caso *Lehmann Brothers* i bond erano stati classificati a basso rischio; allo stesso modo, le principali agenzie di rating avevano espresso giudizi positivi sulla Parmalat. Così SAPONARO, *Il danno da rating: se e come le agenzie sono tenute a risponderne*, in *Danno Resp.*, 2, 2013, 177, il quale evidenzia che soprattutto in occasione della crisi dei c.d. mutui subprime le agenzie sono state pesantemente accusate di aver rilasciato giudizi positivi (spesso i massimi previsti dalle scale di valutazione) in relazione a strumenti finanziari rivelatisi poi insolventi.

¹⁵⁶ Sulla responsabilità derivante dalla circolazione di inesatte informazioni economiche (o da affidamento) v. Cass. 29 settembre 2005, n. 19024, in *Danno e resp.*, 2006, 31 ss., con nota di Roppo e Afferni, *Dai contratti finanziari al contratto in genere: punti fermi della Cassazione su nullità virtuale e responsabilità precontrattuale*. Per Cass. S.U., 19 dicembre 2007, n. 26725 in *Mondo*

Nel caso di responsabilità per informazione inesatta, la problematica si pone con specifico riferimento alla tutela delle situazioni dei terzi destinatari dei giudizi, che non sono legati alle agenzie da specifici rapporti contrattuali ma che possono essere lesi nella propria libertà negoziale da giudizi che abbiano creato aspettative e che permangano invariati al mutare delle situazioni effettuali (è il caso tipico di un giudizio di rating che si mantenga positivo o non sia tempestivamente modificato nonostante l'emittente divenga insolvente).

La sostanziale irresponsabilità che ha connotato fino ad oggi la posizione delle agenzie di rating, differenziandola da quella di qualunque altro intermediario finanziario nel mercato, ha trovato un solido ancoraggio nella specifica qualificazione dell'operato delle agenzie come espressione di una libertà di manifestazione del pensiero, prima ancora che di una libertà economica. Le agenzie si sono sempre appellate, infatti, al primo emendamento della Costituzione americana, per rivendicare una sostanziale immunità per i propri giudizi, intesi, in tale prospettiva, come espressioni di "opinioni", seppure qualificate, non dissimili da quelle ricavabili dalle proiezioni degli analisti delle testate giornalistiche nel settore dell'informazione economica. In questo senso verrebbe, perciò, in rilievo la non vincolatività del giudizio di rating per i propri destinatari, chiamati a formulare le proprie decisioni di investimento sulla base di una pluralità di fonti informative e segnaletiche; nonché la libertà di espressione e di valutazione delle agenzie, nella loro qualità di operatori privati, non agenti sulla base di una posizione istituzionale differenziata rispetto a qualsivoglia opinionista economico. Ciò coinvolge la stessa dinamica del rapporto tra potere pubblico e agenzie di rating, che è insensato

giudiz., 2008, 102, «la violazione dei doveri d'informazione del cliente e di corretta esecuzione delle operazioni che la legge pone a carico dei soggetti autorizzati alla prestazione dei servizi d'investimento finanziario può dar luogo a responsabilità precontrattuale, con conseguente obbligo di risarcimento dei danni, ove tali violazioni avvengano nella fase precedente o coincidente con la stipulazione del contratto d'intermediazione destinato a regolare i successivi rapporti tra le parti; può invece dar luogo a responsabilità contrattuale, ed eventualmente condurre alla risoluzione del predetto contratto, ove si tratti di violazioni riguardanti le operazioni d'investimento o disinvestimento compiute in esecuzione del contratto d'intermediazione finanziaria in questione. In nessun caso, in difetto di previsione normativa in tal senso, la violazione dei suaccennati doveri di comportamento può però determinare la nullità del contratto d'intermediazione, o dei singoli atti negoziali conseguenti, a norma dell'art. 1418, 1° co., c. In argomento v. anche SARTORI, *Informazione economica e responsabilità civile*, 2011, Padova, 282; MAZZONI, *Osservazioni in tema di responsabilità civile degli analisti finanziari*, in AGE, 2002, 226 ss.

continuare a rappresentare come improntato alla garanzia di una mera libertà di opinione. Non casualmente il quadro regolatorio emerso dalle riforme degli ultimi anni si muove nella dimensione dell'assolvimento di una funzione pubblica di controllo e di disciplina rivolta a libertà di tipo economico, volte alla produzione di servizi nel mercato. Così il Dodd Frank Act riconduce la necessità che le agenzie di rating siano soggette allo stesso livello di responsabilità di altri intermediari nel mercato (tra i quali le società di revisione), nel presupposto che esse forniscono “evaluative and analytical services on behalf of clients” (SEC 931, Findings, 3).

Il regolamento europeo, invece, continua a definire il rating di credito quale *opinion*, che nell'edizione italiana è tradotto quale “parere relativo al merito creditizio” di titoli o di emittenti i titoli. Similmente alla disciplina della revisione di bilancio, che utilizza il medesimo termine, *l'opinion* enfatizza i caratteri di un giudizio che non giunge mai ad essere un'autentica certificazione, attestandosi a valutazione professionale, condotta sulla base di criteri tecnici ed idonea a generare fiducia nei terzi.¹⁵⁷

Ma il fatto stesso che la regolamentazione europea ponga tra i suoi obiettivi prioritari la garanzia della qualità dei giudizi di rating, colloca le figure in esame non nel *market place of ideas* ma nel *market place tout court*, in cui si producono beni (i giudizi di rating) che debbono soddisfare determinati requisiti qualitativi, quantomeno a livello di trasparenza e rigore delle metodologie adottate, nonché di prevenzione dei conflitti di interesse.

In tale prospettiva, è ricorrente tra le Corti italiane la convinzione che incorra in responsabilità l'intermediario che non abbia segnalato al proprio cliente la valutazione operata dalle agenzie specializzate sul merito creditizio di un determinato emittente o prodotto finanziario. Ciò in quanto il rating costituirebbe un fattore idoneo ad influenzare in modo rilevante il processo decisionale dell'investitore, con la conseguenza che la mancata comunicazione dello stesso da parte dell'intermediario incaricato, rappresenterebbe la violazione dei più

¹⁵⁷ Cfr SALVI e DALLOCCHIO, *Le modifiche del rating influenzano il comportamento degli investitori?*, in *Econ. e management*, 2006, 79 ss, le agenzie hanno assunto un ruolo preminente sui mercati internazionali e le valutazioni dalle medesime assegnate costituiscono la stella polare per gli investitori.

elementari obblighi informativi sottesi al rapporto contrattuale cliente-intermediario. Ciò significa che l'intermediario, che voglia agire con la diligenza richiesta all'operatore qualificato, è tenuto ad informare il cliente dei rischi connessi alle specifiche operazioni di investimento, segnalando la natura altamente azzardata dell'investimento secondo le valutazioni operate dalle agenzie di rating.

In soldoni, il rating costituisce un'informazione se non determinante, quanto meno indicativa del tipo di investimento che si è in procinto di effettuare e la sua mancata indicazione rappresenta la violazione dei più elementari obblighi informativi; di conseguenza l'intermediario ha il preciso obbligo di segnalare al risparmiatore in modo non generico ed approssimativo la natura dell'investimento alla stregua della valutazione operata dalle maggiori agenzie di rating trattandosi, invero, di dati che costituiscono fattori idonei ad influenzare in modo rilevante il processo decisionale dell'investitore.¹⁵⁸

Per quanto concerne quella particolare informazione che è il rating, nell'ipotesi in cui quest'ultimo si riveli in tutto o in parte infondato o inesatto si è posta la questione di stabilire se sussista o meno una responsabilità della società di rating che l'ha prodotto o che non l'ha aggiornato prontamente nei confronti degli investitori che, facendo affidamento in buona fede sulle valutazioni espresse dall'agenzia, abbiano subito un pregiudizio patrimoniale a causa del grado di rischio dell'investimento diverso da quanto rappresentato.

Nell'ipotesi che qui interessa, in cui la responsabilità della società di rating è invocata dall'investitore che è indotto a sottoscrivere prodotti finanziari dal rendimento inferiore a quello atteso sulla base del rating espresso dall'agenzia, l'*eventus damni* è costituito dalla perdita patrimoniale subita dall'investitore. Il bene giuridico la cui violazione è lamentata dall'investitore che si ritiene pregiudicato da un rating inadeguato rispetto alla situazione economica, patrimoniale e finanziaria reale dell'emittente è la mera "libertà contrattuale" alterata nel corretto processo di determinazione della propria volontà, dal momento che egli riponeva un legittimo

¹⁵⁸ Da molto tempo il tema della «responsabilità da informazioni inesatte», specie se fornite in un contesto di mercato, ha occupato dottrina e giurisprudenza, italiana e non solo. Essa costituirebbe esempio tipico di quell'«area di turbolenza ai confini tra responsabilità aquiliana e responsabilità contrattuale» che nei primi anni Novanta ha attirato l'attenzione di autorevole dottrina italiana.

affidamento nella correttezza del giudizio emesso dall'agenzia e di riflesso nella solvibilità dell'emittente valutato.

In tale prospettiva, occorrerà verificare se l'affidamento incolpevole del risparmiatore nella genuinità, correttezza e qualità delle informazioni rese da un soggetto dalla reputazione particolarmente attendibile quale è l'agenzia di rating, trovi un grado di protezione sufficiente ovvero sia destinato a cedere dinanzi ai principi di libertà di informazione.

Ciò posto a livello di principio, in ipotesi di pregiudizio della libertà contrattuale derivante dall'aver riposto fiducia in false informazioni, si tende a tutelare l'affidamento del terzo ove l'informazione provenga da un soggetto dotato di un particolare status che, rendendo attendibile l'informazione resa, ingenera un particolare affidamento nella serietà e veridicità dell'informazione stessa.

Terreno fertile in cui si è sviluppato il dibattito dottrinale e giurisprudenziale in materia di responsabilità “per false o erronee informazioni” fornite da un soggetto altamente qualificato, è stato il settore bancario e segnatamente la responsabilità degli istituti di credito per diffusione o rivelazione di notizie riservate, per omissione di informazioni doverose e, in particolare, per la comunicazione di informazioni inesatte. Fugando ogni dubbio si precisa che l'indagine finalizzata ad appurare se l'informazione fornita sia erronea non deve essere confusa con quella relativa alla colpevolezza dell'autore dell'informazione. L'erroneità dell'informazione costituisce, invero, un mero elemento oggettivo della fattispecie di responsabilità e la sua presenza non racchiude necessariamente il dolo o la colpa dell'informante, potendo ben accadere che questi abbia fornito un'informazione inesatta inconsapevolmente e nonostante l'uso di un grado di diligenza corrispondente a quello richiesto dalla legge. Da ciò deriva che, per accertare l'inadempimento di chi si è impegnato a fornire informazioni, sarà opportuno analizzare il contenuto della prestazione sotto il profilo della serietà delle informazioni che sono state fornite oltre che in relazione al modo in cui furono assunte.^{159, 160}

¹⁵⁹ Cfr v. SACCO GINEVRI, A., (2010), p. 341.322 v. GALGANO, F., *Diritto civile e commerciale*, vol. 2, tomo II, Padova, CEDAM, 2004, p. 383.323 v. sul prospetto informativo, tra molti, COSTI - ENRIQUES, *il mercato mobiliare*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da Gastone Cottino,

Una ricostruzione alternativa che è stata di recente proposta da una parte della dottrina, mira a ricondurre la responsabilità dell'agenzia per danni all'investitore a quella diversa ed intermedia fattispecie di responsabilità emergente dalla prassi giurisprudenziale detta responsabilità da contatto sociale qualificato. Tale responsabilità può essere considerata come *tertium genus*, che scardina la classica bipartizione tra contratto e fatto illecito, ovvero come una sorta di ampliamento, operato per via giurisprudenziale, della responsabilità contrattuale, volto ad estendere il più favorevole regime da essa previsto ad alcuni casi limite che, pur in assenza di un contratto, non sarebbe stato ragionevole far rientrare nella disciplina della responsabilità da fatto illecito.

In particolare, è sembrato più congruo a certa giurisprudenza applicare un regime affine alla responsabilità contrattuale per quelle situazioni in cui il danno è cagionato da un professionista il quale, sebbene non vincolato da un contratto nei confronti del danneggiato, appare gravato di specifici doveri di protezione e di diligenza, discendenti dagli interessi di rango costituzionale che la sua attività professionale, per espresso riconoscimento dell'ordinamento, è preposta a tutelare.

Tale tipo di responsabilità deriva dalla violazione di specifici obblighi comportamentali afferenti un soggetto a causa del ruolo o dello status professionale rivestiti dal medesimo. Secondo l'impostazione tradizionale, pur mancando il titolo

Cedam, Padova, 2004, p. 173 ss. ; FERRARINI, La responsabilità da prospetto, in Quaderni di giurisprudenza commerciale, 78, Milano, 1986, 120 e ss.; LUCCHINI GUASTALLA, Falsità del prospetto informativo, danno agli investitori e responsabilità civile della Consob, nota a App. Milano 21 ottobre 2003, in Nuova giurisprudenza civile commentata, 2004, 213; D'ALFONSO, Responsabilità da prospetto informativo, tutela dell'investitore. AQUARO, Prospetto informativo e responsabilità da informazioni inesatte, in Studium Iuris 2001, 451; AMATO, La responsabilità da prospetto informativo, in Magistra — banca e finanza, 2 luglio 2001. Eloquente è il caso deciso in Cass. 18 luglio 2002, n. 10403, in Mass. foro it., 2002, ove si afferma la responsabilità della società di revisione Arthur Andersen “per i danni derivati a terzi dall'attività di controllo e di certificazione del bilancio di una società su incarico della società medesima” che avrebbe persuaso i promissari acquirenti di tali quote societarie a stipulare il contratto definitivo relativo al loro acquisto, ma che se avessero conosciuto il reale valore della società tramite un'attività di certificazione veritiera, avrebbero esercitato il diritto di recesso previsto dal contratto preliminare”. Si v. altresì FACCI, G., “Il rating e la circolazione del prodotto finanziario: profili di responsabilità in Responsabilità civile e previdenza, 2007, 4.

¹⁶⁰Si v. in particolare FACCI, G., Il danno da informazione finanziaria inesatta, Zanichelli, Bologna, 2009; del medesimo autore v. anche Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte, in Contr. e impresa, 2008, p. 195 ss. Tale concetto è esposto in MARIANELLO, M., La responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti dei terzi risparmiatori, in Responsabilità Civile, 2008, p. 638.

costitutivo di una relazione giuridica si può tener conto sia che tutte le fattispecie in esame sono caratterizzate da uno specifico “contatto sociale”, in forza del quale si qualifica l’affidamento del terzo e la cui lesione genera responsabilità, sia che la dottrina ha da tempo elaborato la categoria del rapporto obbligatorio senza dovere primario di prestazione, nel quale l’interesse giuridicamente protetto è quello a non subire un pregiudizio economico all’interno della propria sfera giuridica.¹⁶¹ Secondo tale ricostruzione, pertanto, l’agenzia di rating in ragione della funzione informativa che le è attribuita nei confronti del mercato dal legislatore, è gravata da un implicito generale dovere di informare gli investitori tramite i suoi giudizi rispettando gli elevati standard di diligenza richiesti dalla sua professione che qualora disattesi, accordano il diritto di convenire l’agenzia sulla base del contatto sociale qualificato instauratosi con la stessa.

Peraltro, tale ricostruzione appare fondata nella parte in cui identifica l’attività delle agenzie come una professione riconosciuta dal legislatore: è in effetti innegabile che alla luce della nuova disciplina emanata in sede europea e direttamente applicabile in Italia, l’emissione di rating rientri oggi in quelle attività ad accesso riservato e regolata secondo una puntuale disciplina da parte dell’ordinamento che attribuisce alle agenzie una funzione informativa all’interno del mercato.

Tuttavia, è stato obiettato da più parti che ciò che invece osta all’applicazione del contatto sociale all’attività delle agenzie, è dato dalle caratteristiche dei destinatari del rating, ossia gli investitori. Infatti, a differenza della prestazione di un medico, che è erogata a favore di destinatari in concreto precisamente identificati, un rating divulgato al mercato è potenzialmente fruibile a tutta la collettività mondiale degli investitori, senza che sia possibile una loro specifica identificazione. Ne consegue che i destinatari del rating risultino a priori una categoria indeterminabile e che chiunque abbia acquistato uno strumento finanziario oggetto di un rating possa instaurare astrattamente un contatto sociale con l’agenzia. Questa pluralità indistinta di destinatari, a differenza dei pazienti del medico o dei clienti di altre categorie professionali, non appare conoscibile a priori dall’agenzia, la quale restando

¹⁶¹ In proposito si v. GALGANO, F., *Le antiche e le nuove frontiere del danno risarcibile*, in *Contr. E impresa*, 2008, p. 93 ss. 181

all'oscuro delle esigenze di investimento e del livello di rischio da essi sopportabile, non è certo in grado di prevedere l'incidenza e l'entità del danno che può cagionare né di approntare le eventuali cautele necessarie a contenerlo. Se infatti si facesse rispondere l'agenzia nei confronti di tutti i soggetti che hanno investito nello strumento finanziario da essa valutato, la si esporrebbe al continuo rischio di risarcimenti con conseguenze potenzialmente letali per la sopravvivenza dell'agenzia stessa.¹⁶²

In conclusione, tutte le tipologie di lesione astrattamente riconducibili all'operato delle agenzie di rating possono essere ricondotti ad un peculiare tipo di responsabilità civile e quindi teoricamente trovare una specifica tutela risarcitoria. Tuttavia, su un piano pratico, non dissimilmente da quanto emerso nella casistica americana, la prova del dolo e soprattutto della negligenza dell'agenzia può essere in concreto molto difficile da dimostrare, vista la non facile comprensibilità delle procedure sulle quali si fonda il rating e l'ampio margine di opinabilità di cui le agenzie godono nella sua predisposizione.¹⁶³

3.4.1 Modelli di responsabilità civile per le agenzie di rating

L'agenzia, come già accennato, in base al modello di mercato in cui opera può andare incontro a due tipologie di azioni risarcitorie, distinte in base alla categoria di soggetti che le promuove: da un lato gli emittenti che subiscono un danno in seguito all'attribuzione di un rating troppo basso; dall'altro gli investitori lesi nel proprio patrimonio in seguito all'affidamento fatto su di un rating troppo alto.

In base a tale regime, l'agenzia ha un incentivo ad emettere rating precisi qualora il costo del risarcimento del danno arrecato, moltiplicato per la probabilità che

¹⁶³ Una proposta originale è stata avanzata da P. GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, Milano, Giuffrè, 2008, p. 416, secondo il quale le agenzie di rating dovrebbero essere sottoposte ad un regime di responsabilità assimilabile a quello delle banche d'affari, costringendo l'agenzia a differenziare i casi in cui si assume o meno la responsabilità delle informazioni che trasmette al mercato.

l'azione risarcitoria sia esperita vittoriosamente, sia superiore al costo che essa deve sostenere per rendere i propri giudizi più affidabili. Di conseguenza, maggiore è la deterrenza sottesa al rimedio risarcitorio, più elevata sarà anche la probabilità che l'agenzia investa più risorse nel perfezionamento delle sue procedure di valutazione. Le variabili normative che determinano tale deterrenza sono due: da un lato la disciplina concernente l'entità del risarcimento, dall'altra la previsione legislativa di specifici standard di diligenza cui l'agenzia deve attenersi.

Per quanto concerne la disciplina del ristoro del danno subito, sorge un primo problema relativo alla sua quantificazione. Nel caso in cui l'azione sia promossa da un emittente danneggiato da un rating troppo basso, il risarcimento chiesto potrebbe essere molto elevato. Il downgrade del rating può infatti avere obbligato l'emittente a corrispondere un tasso di interesse più elevato per potere collocare i propri titoli, ovvero, qualora il rating assegnato sia posizionato sotto una delle soglie previste dalla normativa finanziaria, può avere determinato la vendita a catena dei titoli dell'emittente da parte di investitori istituzionali, per i quali il loro possesso era divenuto troppo oneroso. Pertanto, in via ipotetica potrebbero essere presi come misura del danno patito il maggiore tasso di interesse corrisposto o il pregiudizio subito in ragione della mancata conformità ai parametri fissati dalla normativa finanziaria in termini di diminuzione del valore dei propri strumenti in seguito alle vendite subite o di maggiori accantonamenti effettuati a scopo di garanzia al fine di persuadere gli investitori a non vendere. In entrambi i casi appare evidente come il danno risarcibile corrisponda ad un valore decisamente maggiore del compenso percepito dall'agenzia per l'emissione del rating.

Anche nel diverso caso in cui il risarcimento sia chiesto da uno o più investitori che, sulla base del rating elevato attribuito, hanno acquistato un titolo rivelatosi poi privo di valore, le conseguenze possono essere ugualmente gravi per l'agenzia. Il parametro che sembrerebbe più opportuno prendere come misura del danno patito dagli investitori è rappresentato dalla perdita di valore che ha interessato il titolo, calcolata dal momento del suo acquisto. In questo caso, anche qualora ogni investitore avesse subito un danno individuale di modesta entità, il numero potenzialmente indeterminato degli acquirenti del titolo potrebbe fare raggiungere

al risarcimento chiesto all'agenzia cifre stratosferiche. In una tale situazione, ogni rating attribuito dall'agenzia ad un titolo negoziato sui mercati mondiali, una volta rivelatosi inesatto, potrebbe innescare una serie di azioni risarcitorie idonee a determinare direttamente il fallimento dell'agenzia stessa e quindi la sua uscita dal mercato.

Le questioni problematiche sollevate diventano tanto più rilevanti se si considera inoltre che l'introduzione di un regime di responsabilità calibrato male o comunque eccessivamente oneroso può determinare indirettamente un pregiudizio anche per il mercato in generale nella misura in cui, le agenzie di rating essendo soggetti di mercato razionali, sono in grado di quantificare l'incidenza dei costi relativi a probabili azioni risarcitorie future e a ripartirli sui prezzi dei loro servizi. Di conseguenza, ne potrebbe derivare che, più è inasprito il regime di responsabilità delle agenzie, più si innalza il prezzo dei rating e quindi i costi di conformità gravanti sugli emittenti.

In tal caso, i primi a subire un pregiudizio sarebbero proprio gli emittenti, in quanto la strategia di protezione dell'agenzia equivarrebbe ad una maggiore difficoltà degli emittenti ad essere conformi alle soglie di rating fissate dalla normativa, subendo un ingente pregiudizio in termini monetari.

3.4.2 La responsabilità dell'agenzia di rating nella giurisprudenza americana

In tema di responsabilità civile, gli Stati Uniti sono stati i primi a porsi il problema ed a cercare una soluzione.

Osservando la casistica giurisprudenziale, si evince come le agenzie di rating siano andate incontro a entrambe le tipologie di azioni di risarcimento: sia quella promossa da un emittente che lamenta di aver sofferto un danno in ragione del rating inopinatamente basso assegnatogli; sia quella esercitata dagli investitori che, facendo affidamento su di un rating attestante il basso profilo di rischio di uno

strumento finanziario, hanno compiuto investimenti che si sono invece rivelati rischiosi e pregiudizievoli.¹⁶⁴

Iniziando con l'analisi della prima tipologia di azioni, va premesso che le agenzie sono state convenute in molteplici occasioni da emittenti che lamentavano di essere stati danneggiati da rating inusitatamente bassi e non richiesti (*unsolicited*) assegnati dalle stesse in modo negligente o per ritorsione contro l'emittente che aveva deciso di rivolgersi ad un'agenzia concorrente. In un caso siffatto, il danno patito è evidente, poiché tanto più basso è il rating ad esso assegnato, quanto maggiore sarà lo *yield* che l'emittente dovrà corrispondere per vendere sul mercato i propri titoli di debito.

Con tali argomentazioni, le agenzie fino ad oggi, hanno persuaso a più riprese che i propri rating, non costituendo raccomandazioni ad investire, dovessero essere considerati mere opinioni sul merito di credito di un'emittente e in quanto tali godere della libertà di espressione del pensiero e della conseguente protezione che il Primo Emendamento della Costituzione Americana accorda alla stampa finanziaria.¹⁶⁵

Una volta attribuita al rating una natura siffatta, sulla parte attrice graverebbe l'onere di provare che l'agenzia abbia emesso il giudizio oggetto della controversia con la precisa intenzione di divulgare un'informazione sull'emittente palesemente falsa (*recklessly publishing untruthful information*). Tale onere probatorio si è finora rivelato estremamente difficile da assolvere per i danneggiati e tale incapacità di

¹⁶⁴ v. VLASSIS, G. P., *Liability for Misstatement by Credit-Rating Agencies*, in *Virginia Law Review*, vol. 43, 1957, p. 561 che sembra essere la prima analisi in materia di responsabilità dell'agenzia di rating, e che, contrariamente al dibattito attuale, oltre alle due tipologie di responsabilità dell'agenzia, (verso gli investitori che hanno fatto affidamento sul rating e verso gli emittenti che subiscono il rating) prendeva in considerazione anche un terzo tipo, ossia quella nei confronti degli investitori che avessero commissionato un rating a pagamento all'agenzia. Tale ipotesi era all'epoca prospettabile in virtù del modello di retribuzione *investor paid* ancora vigente, mentre appare non coerente con la realtà attuale, in cui sono gli emittenti e non più gli investitori a pagare per i rating.

¹⁶⁵ In merito a tale difesa v. tra molti, HUSISIAN, *What Standard of Care Should Govern the World's Shortest Editorials?*, cit., pp. 411 ss. anche i recenti contributi di A.R. Pinto, *Control and Responsibility of Credit Rating Agencies in the United States*, in *American Journal of Comparative Law*, vol. 54, 2006, pp. 341 ss. e di FREEMAN, L. *Who's Guarding the Gate? Credit Rating Agency Liability as Control Person in the Subprime Credit Crisis*, in *Vermont Law Review*, vol. 33, 2009, pp. 585 ss.

provare l'intenzione lesiva dell'agenzia è risultata in una sequenza univoca di pronunce favorevoli alle agenzie stesse.¹⁶⁶

La seconda tipologia di azioni di responsabilità con la quale le agenzie hanno dovuto confrontarsi è quella promossa dagli investitori che adducevano di essere stati indotti ad acquistare strumenti finanziari rivelatisi in seguito fonte di ingenti perdite. Tali contenziosi, sebbene di natura diversa da quelli promossi dagli emittenti, si scontravano ugualmente contro una difesa basata sulla natura stessa del rating, il cui carattere non univoco e sfuggente sembrava offrire un facile riparo contro le pretese risarcitorie avanzate. Invero, anche questo tipo di azioni legali non portarono all'esito sperato dai loro promotori, in quanto le Corti chiamate a pronunciarsi considerarono tendenzialmente il rating come un mero parere sulla rischiosità di un titolo – sottoposto a margini di opinabilità e diverso da un'esplicita raccomandazione ad acquistare lo strumento finanziario cui è assegnato – e non

¹⁶⁶ Un illustre caso che ricalca perfettamente la situazione descritta è *Jefferson County School District v. Moody's Investor's Services*, in cui il distretto scolastico di Jefferson County in Colorado avanzava una richiesta di risarcimento a Moody's, ritenendo l'agenzia colpevole di avere emesso, per ritorsione, un rating eccessivamente basso. In conseguenza di tale giudizio, si era reso necessario per l'emittente un aumento degli interessi corrisposti sui bond da esso collocati sul mercato. In particolare, il distretto scolastico accusava specificamente l'agenzia di avere emesso un rating non richiesto basato su informazioni false e non aderenti alla sua reale situazione con il fine precipuo di vendicarsi del fatto che l'emittente avesse deciso di rivolgersi dopo anni ad un'agenzia concorrente, in quanto i suoi servizi erano meno costosi. La Court of Appeal del Colorado, sposando la linea dell'agenzia che estendeva ai suoi giudizi le tutele previste dal Primo Emendamento, concluse che anche nell'eventualità che il rating negativo fosse stato emesso con intento ricattatorio, l'attore avrebbe comunque dovuto spingersi a provare la intrinseca falsità delle informazioni e degli assunti posti alla base del rating assegnato, e dal momento che lo school district non riuscì ad assolvere tale onere probatorio, la Corte emise una sentenza a favore dell'agenzia di rating. Più precisamente, lo standard probatorio richiesto consiste nella *actual malice*, ossia nella condotta del soggetto che scientemente divulga un'affermazione falsa, o comunque non si cura in modo imprudente e temerario di verificare se essa sia aderente al vero, sul punto v. *New York Times Co. v. Sullivan*, 376 US 254, 279-280 (1964). Tra le più significative, si segnalano: *County of Orange v. McGraw-Hill Cos., Inc.*, 203 B.R. 983, 988 (C.D. Cal.1996); v. inoltre *Compuware v. Moody's Investors Services, Inc.*, 324 F. Supp. 2d 860 (E.D. Mich.2004), dove l'agenzia di rating andò esente da responsabilità in quanto la società attrice, che adduceva di essere stata danneggiata dal suo rating, non fu in grado di provare la "actual knowledge of falsity or reckless disregard of the truth"; v. anche *Newby v. Enron Corp.*, 2005 US Dist. LEXIS 4494, at *174(S.D. Tex. Feb. 16, 2005), in cui la Connecticut Resources Recovery Authority che in seguito al crack Enron aveva perso circa 200 milioni di dollari, convenne in giudizio anche le agenzie di rating Moody's e Fitch adducendo che tali agenzie "failed to exercise reasonable care or competence in obtaining and communicating accurate information about Enron's credit worthiness". Anche in questo caso le corti accordarono come di consueto la protezione del Primo Emendamento alle agenzie, anche se non in maniera assoluta ma solo "qualified". In ogni caso la causa si chiuse favorevolmente per le agenzie in quanto la parte attrice non fu capace di provare concretamente il contributo delle agenzie al prodursi del danno". Per maggiori approfondimenti si v. *Jefferson County School District v. Moody's Investor's Services, (Inc.)*, 175 F. 3d 848, 10th Cir.,1999).

ritennero quindi meritevole di tutela la condotta degli investitori che in esso avevano riposto una fiducia tale da erigerlo a fondamento delle proprie scelte di *investment*.

Tali decisioni avevano una portata controversa, in quanto erano imperniate sull'assunto paradossale che fosse da considerarsi irragionevole l'affidamento sui rating mostrato da un gruppo di investitori non sofisticati, in un contesto in cui gran parte della regolazione finanziaria americana stessa, facendo un espresso richiamo al rating, di fatto mostrava un affidamento su di esso enormemente più ampio. Tuttavia, in questi ultimi anni, l'orientamento costante tenuto dalla giurisprudenza americana, che finora ha graniticamente resistito immutato per decenni, ha mostrato i primi segni di cedimento relativamente ai servizi prestati dalle agenzie nell'ambito di operazioni di finanza strutturata.

Negli Stati Uniti, invero, alcune corti, sebbene di livello territoriale inferiore, si sono pronunciate per la prima volta contro la meccanica equiparazione del rating alle opinioni espresse dalla stampa finanziaria.¹⁶⁷ Tale *revirement* apre la strada a scenari inediti, dal momento che la maggior parte dei prodotti finanziari strutturati sono collocati privatamente presso investitori sofisticati e i rating loro assegnati sono di conseguenza potenzialmente privi della protezione riservata alla stampa finanziaria. Ne consegue che, almeno limitatamente al settore della finanza strutturata, le agenzie potrebbero essere per la prima volta soggette a vittoriose

¹⁶⁷ Significativo appare il caso *Abu Dhabi Commercial Bank v. Quinn v. McGraw-Hill Companies, Inc.*, 168 F. 3d 331, 336 (7th Cir. 1999), in cui la Corte d'appello del Settimo circuito ritenne che l'affidamento riposto da un investitore nel rating "A" emesso da Standard & Poor's, che lo aveva indotto a compiere un investimento rivelatosi poi fallimentare, fosse da ritenersi *unreasonable*. La decisione presa dalla Corte nel caso *Quinn v. McGraw-Hill Companies, Inc.* ricevette infatti un commento sarcastico da PARTNOY, F., *The Paradox of Credit Ratings*, cit., p. 20, secondo il quale "[t]he irony is clear: at the same time virtually every financial regulator in the United States is relying substantively on credit ratings, a few smart judges in Chicago are saying such reliance by an investor is unreasonable". *Morgan Stanley & Co.*, nel quale la Corte distrettuale del Southern District of New York è stata chiamata a decidere in merito al collocamento privato posto in essere da Morgan Stanley, per mezzo di una società veicolo, di tranches di titoli di debito strutturati da operazioni di cartolarizzazione. Nonostante a tali strumenti di debito strutturati le agenzie Moody's e S&P avessero assegnato un rating elevato, gli stessi si erano in seguito rivelati molto più rischiosi e difforni da quanto da esse certificato. In questo caso, la Corte ha modificato l'orientamento consolidato introducendo una distinzione secondo la quale un'agenzia di rating che emette un giudizio su strumenti finanziari non offerti al pubblico, ma collocati privatamente, produce un'informazione che, non essendo destinata ad essere divulgata sul mercato ma essendo rivolta unicamente a privati, non è protetta dal Primo Emendamento.

azioni di responsabilità in caso di rating che si rivelino errati, non essendo in tal caso l'attore tenuto a provare l'intenzione in capo ad esse di aver pubblicato informazioni false (actual malice), ma solo la loro negligenza nell'elaborare le informazioni divulgate (negligent misrepresentation).

A ciò va aggiunto che il Dodd-Frank Act ha recentemente introdotto una nuova disposizione che mira ad assimilare il regime di responsabilità delle agenzie per le opinioni divulgate a quello previsto per i revisori contabili e gli analisti finanziari,¹⁶⁸ oltre a prevedere che nelle azioni promosse contro le agenzie sia sufficiente addurre dei fatti i quali facciano ragionevolmente ritenere che l'agenzia abbia consciamente o colposamente sbagliato ad esaminare gli elementi posti alla base della propria valutazione del rischio o gli altri elementi ottenuti da soggetti terzi ritenuti da essa affidabili.¹⁶⁹

In conclusione, sembra quindi che, dopo anni di orientamenti giurisprudenziali indirizzati stabilmente alla protezione delle agenzie, oggi negli Stati Uniti a livello legislativo siano state gettate le basi per un cambiamento importante.

¹⁶⁸ v. *Abu Dhabi Commercial Bank v. Morgan Stanley & Co., Inc.*, n. 08-CV-7508, 2009WL 2828018, at*9 (S.D.N.Y. Sept. 2, 2009).

¹⁶⁹ In particolare, come illustrato chiaramente in J. Crawford, *Hitting the Sweet Spot by Accident: How Recent Lower Court Cases Help Realign Incentives in the Credit Rating Industry*, in *Connecticut Law Review*, vol. 42, 2009, pp. 13 ss., le agenzie avevano assegnato un rating elevato alle tranches di debito sul presupposto che tali prodotti strutturati fossero garantiti da titoli aventi per il 40% un rating AAA e per il 60% un rating AA, inoltre era previsto che il sottostante di tali prodotti fosse costituito da Residential Mortgage-Backed Securities per una percentuale non superiore al 52%. Essendo emerso che tali percentuali non fossero state rispettate, si contestava alle agenzie di rating lo scarso monitoraggio in relazione a fattori che erano idonei a incidere profondamente sul livello di rischio dei prodotti da esse certificati. Tale rilievo della corte traeva spunto da quanto deciso precedentemente in relazione alle progenitrici delle agenzie di rating, ossia le *credit reporting agencies*, ergo, quelle agenzie che non formulano giudizi in relazione al merito di credito di un emittente, ma raccolgono, rielaborano e trasmettono ai propri clienti unicamente le informazioni storiche relative alle condizioni di solvibilità del medesimo. In proposito il caso *Dun & Bradstreet, Inc. v. Greenmoss Builders*, 472 US 749, 763 (1985) sanciva che i report erronei emessi dall'agenzia *Dun & Bradstreet*, in quanto diretti a destinatari chiaramente individuati, non avevano diffusione e rilevanza pubblica e perciò non era ad essi applicabile il Primo Emendamento destinato alla stampa finanziaria.

3.4.3 La responsabilità dell'agenzia di rating in Europa

La disciplina introdotta nell'Unione Europea in materia di rating dal Regolamento 1060/2009, pur toccando tutti i punti maggiormente problematici della regolazione delle agenzie, non interviene esplicitamente in merito alla responsabilità delle agenzie di rating; tuttavia, già un'accurata attività ermeneutica potrebbe rivelare elementi utili in relazione ad eventuali azioni risarcitorie.

In primo luogo, il disposto del sessantanovesimo “considerando” conferma la volontà del legislatore europeo di mantenersi estraneo alla materia della responsabilità civile, sottolineando che le eventuali controversie relative al risarcimento del danno derivante dalla violazione di norme del regolamento e promosse in uno Stato membro debbano essere risolte dalla legislazione nazionale in materia di responsabilità civile.

Da questo espresso rinvio alla normativa nazionale si evince come la disciplina del regolamento miri a introdurre unicamente una disciplina unitaria in materia di sanzioni amministrative, lasciando intatto invece l'eterogeneità del contesto legislativo europeo in materia di responsabilità.¹⁷⁰

Tanto premesso, è comunque possibile intravedere in altre disposizioni dello stesso regolamento alcune indicazioni di supporto ai giudici nazionali nell'interpretazione di tali controversie.

Invero, per quanto concerne la responsabilità dell'agenzia nei confronti di un emittente che lamenti di essere stato danneggiato da un rating immotivatamente basso, va rilevato che la disciplina europea in materia di rating non sollecitati impone all'agenzia molteplici obblighi di trasparenza relativi alle procedure seguite e alle informazioni sulle quali è fondato il giudizio emesso. Le informazioni divulgate in ragione di tale regime di trasparenza possono sicuramente tornare utili alle parti attrici in sede probatoria ogniqualvolta l'agenzia non si sia attenuta, in

¹⁷⁰ Si v. in proposito Reg. CE 1060/2009, “considerando” (69), in base al quale “[f]atta salva l'applicazione del diritto comunitario, eventuali richieste di risarcimento nei confronti delle agenzie di rating del credito per violazione delle disposizioni del presente regolamento dovrebbero essere proposte a norma della pertinente legislazione nazionale in materia di responsabilità civile”.

sede di elaborazione ed emissione del giudizio, alle metodologie da essa divulgate ovvero dalle norme di correttezza formale alle quali si era impegnata ad attenersi.¹⁷¹ Per quanto concerne invece la responsabilità promossa dagli investitori che abbiano subito un pregiudizio derivante dall' affidamento su rating rivelatisi errati, il regolamento sembra disincentivare ogni tipo di accettazione acritica e incondizionata dei giudizi delle agenzie, promuovendo invece una condotta attiva e informata in capo ai soggetti che intendano utilizzare il rating per operazioni di investimento. Questa intenzione del regolatore si ricava dal dettato del decimo "considerando", in cui è specificato che i soggetti utilizzatori "non dovrebbero affidarsi ciecamente a tali valutazioni ma dovrebbero sempre procedere con la massima attenzione alla propria analisi e all'opportuna diligenza dovuta, prima di affidarsi a[i] rating". A tale disposizione fa eco il ventesimo "considerando" del medesimo regolamento il quale esclude che i rating possano essere assimilati alle raccomandazioni ad investire o ad un parere in merito al valore o al prezzo di uno strumento finanziario, ricalcando così la formula rinvenibile nei *disclaimer* usati dalle agenzie al fine di mettere in guardia gli utenti in merito alla reale natura dei propri rating.

Da tali considerazioni, emerge come il regolatore europeo, in tale normativa, non promuova un esplicito e incondizionato appoggio alla diffusione delle azioni di responsabilità per danni cagionati dall'affidamento su un rating errato, ma più cautamente miri¹⁷² alla responsabilizzazione degli investitori e dei soggetti che facciano uso del rating a fini gestionali o contrattuali. D'altra parte, lo stesso regolamento medesimo promuove, una maggiore trasparenza in relazione delle metodologie seguite dalle agenzie nella predisposizione dei giudizi, prescrivendo loro, in occasione dell'emissione di ciascun rating, anche la divulgazione delle attività di verifica sull'affidabilità e la veridicità delle informazioni poste alla base del giudizio, specificando se quelle provenienti dall'emittente valutato siano state

¹⁷¹ Di conseguenza, appare evidente come la disciplina della *disclosure*, in generale, abbia l'effetto di promuovere un processo di attribuzione del rating meno opinabile e maggiormente intellegibile, anche a costo di renderlo più standardizzato e meno dinamico.

¹⁷² v. Reg. CE 1060/2009, art. 10, par. 5. 313 v. Reg. CE 1060/2009, "considerando" (10).314 v. Reg. CE 1060/2009, "considerando" (20).315 v. ad es. STANDARD & POOR'S, Corporate Ratings Criteria, 2008, p.175

giudicate di qualità soddisfacente o segnalando l'eventuale mancanza di dati affidabili al riguardo. La diligenza con cui l'agenzia assolve a questi obblighi di verifica dell'informazione è osservabile e utilizzabile in sede giudiziale come parametro per giudicare la negligenza della stessa nel processo di elaborazione del rating, quasi a introdurre una fattispecie di responsabilità oggettiva nell'ordinamento civile degli Stati membri.

Interpretando tale disposizione alla luce dell'approccio cauto mostrato in materia nei “considerando” esaminati, tali obblighi di trasparenza possono essere intesi come prescrizioni destinate non tanto ai giudici nazionali, quanto invece inserite a vantaggio delle autorità di vigilanza, al fine di agevolare l'espletamento della loro funzione di supervisione nei confronti delle agenzie, di individuazione delle violazioni da esse poste in essere e di irrogazione delle sanzioni collegate. Depone a sostegno di una simile ricostruzione il disposto del venticinquesimo “considerando”, il quale specifica espressamente che le informazioni divulgate relativamente alle metodologie e alle procedure di emissione dei rating deve essere sufficientemente dettagliata, in modo da “fornire agli utilizzatori dei rating informazioni atte a consentire loro di usare la diligenza dovuta nel valutare se fare o meno affidamento su tali rating”.

Pertanto, il contenuto delle informazioni divulgate è considerato come un parametro volto non tanto a disciplinare la diligenza dell'agenzia, attribuendole modelli di responsabilità, bensì ad individuare il livello di diligenza richiesto all'investitore, inducendolo a non recepire passivamente quanto divulgato dall'agenzia ma a condurre una penetrante attività di analisi in merito all'opportunità di fare affidamento sui rating che emette.¹⁷³

¹⁷³ v. Reg. CE 1060/2009, allegato I, sez. D, par. 4, dove è sottolineato che “[u]n'agenzia di rating del credito indica in modo chiaro e visibile, nel comunicare i rating, qualsiasi loro caratteristica specifica e limiti. In particolare essa indica in modo visibile, nel comunicare ciascun rating, se considera soddisfacente la qualità delle informazioni disponibili sull'entità valutata e in che misura ha verificato le informazioni fornitele dall'entità valutata o a terzi collegati. Se un rating riguarda un tipo di entità o di strumento finanziario per cui i dati storici sono limitati, l'agenzia di rating del credito chiarisce in modo visibile tali limiti del rating”. Al medesimo paragrafo è inoltre prescritto che “[l]addove la mancanza di dati affidabili o la complessità della struttura di un nuovo tipo di strumento finanziario o la qualità insoddisfacente delle informazioni disponibili suscitano seri dubbi circa la capacità dell'agenzia di rating del credito di emettere un rating credibile, l'agenzia si astiene dall'emettere il rating o ritira il rating esistente”. v. Reg. CE 1060/2009, “considerando” (25).

In tale prospettiva, il regolamento CE 1060/2009 fornirebbe un duplice impulso agli ordinamenti giuridici degli Stati membri. Da un lato, sembrerebbe promuovere una responsabilizzazione degli utilizzatori del rating al fine di prevenire azioni risarcitorie contro le agenzie di rating che possano potenzialmente avere dei costi molto elevati per il mercato stesso. Dall'altro, le agenzie stesse risulterebbero gravate di maggiori obblighi di divulgazione concernenti le loro attività operative rendendo così accessibili al mercato molte informazioni che astrattamente potrebbero essere usate in sede probatoria per dimostrare la negligenza da esse mostrata nell'elaborazione dei rating.

3.4.4 I modelli di responsabilità civile dell'agenzia nel diritto italiano

Analizzata la casistica giurisprudenziale americana e fatta una breve ricognizione del quadro di principi emergenti in sede europea, è utile ora tentare di inquadrare la responsabilità delle agenzie di rating nell'ordinamento italiano.

Innanzitutto, va premesso che storicamente in Italia non si riscontrano pronunce assimilabili a quelle emesse negli Stati Uniti.¹⁷⁴ La nostra giurisprudenza, invero, menziona il rating prevalentemente nel quadro delle cause di risarcimento danni promosse dagli investitori contro gli intermediari che hanno venduto loro strumenti finanziari rivelatisi eccessivamente rischiosi rispetto a quanto inizialmente prospettato. In tali sentenze, il rating viene considerato dai giudici come un valido supporto informativo, idoneo a rivelare la natura rischiosa del titolo negoziato e la sua conseguente inadeguatezza ad un pubblico di investitori non sofisticati.¹⁷⁵

¹⁷⁴ Si v. per quanto attiene all'ordinamento tedesco VON SCHWEINITZ, O., *Rating Agencies. Their Business, Regulation and Liability under US, UK and German Law*, Bloomington, IN, Unlimited Publishing, 2007, p. 165, il quale sottolinea: “[u]ntil now, no German court has ever dealt explicitly with the question of the potential liability of rating agencies for their actions”.

¹⁷⁵ Per una disamina del contesto italiano si v. SACCO GINEVRI, A., *Le società di rating nel regolamento CE n. 1060/2009: profili organizzativi dell'attività*, in *Nuove leggi civili commentate*, 2010, pp. 335 ss.; v. tra molte Trib. Milano, sez. VI, 5 novembre 2007, n. 11931; Trib. Salerno, sez. I, 27 marzo 2007; Trib. San Remo, 02 ottobre 2006; Trib. Ferrara, 15 maggio 2006, n. 603; Trib.

A tal proposito potrebbe essere utile richiamare una decisione del Tribunale di Catanzaro il quale ha ritenuto insussistente un'ipotesi di responsabilità contrattuale per *rating* sul presupposto che non possa ravvisarsi, neppure in fatto, un rapporto contrattuale tra investitore ed agenzia; per i giudici è opportuno, piuttosto, verificare se sia possibile ritenere l'agenzia di *rating* responsabile per illecito aquiliano ai sensi dell'art. 2043 c.c. nei confronti dei terzi danneggiati. Si tratterebbe, più precisamente, di responsabilità per lesione dell'affidamento che gli investitori hanno riposto nel giudizio elaborato dall'agenzia sul merito creditizio.

Del resto, è pur chiaro che le previsioni di mercato cui attingono gli investitori, professionali e non, pur non rappresentando una raccomandazione ad investire sono senza alcun dubbio un contributo valutativo che potenzialmente potrebbe aiutare l'investitore nella scelta. Trattasi di informazione proveniente da chi, essendo particolarmente qualificato, come l'agenzia di *rating*, ingenera nel risparmiatore un affidamento incolpevole che giustifica la responsabilità extracontrattuale per colpa.¹⁷⁶

Sembra che tale ragionamento convinca parte della giurisprudenza che collega il *rating* alla scelta di investimento, affermando testualmente che “il rating è un elemento in grado di condizionare in modo significativo il processo decisionale dell'investitore”.

Ipotizzando, dunque, un illecito aquiliano,¹⁷⁷ occorrerà verificare, stando alla motivazione della sentenza calabrese: a) la sussistenza di un evento dannoso; b) se il danno sia qualificabile come danno ingiusto in relazione alla sua incidenza su un

Catania, 05 maggio 2006; Trib. Cagliari, 11 gennaio 2006; Trib. Cagliari 02 gennaio 2006, n. 43; Trib. Pinerolo 14 ottobre 2005 dove è sancito espressamente che il rating costituisce una mera informazione.

¹⁷⁶ In merito ai tentativi di tipizzare la responsabilità che consegue ad un consiglio o ad una raccomandazione rivelaesi inesatti cfr § 676 BGB e art. 485 codice portoghese (circa il primo cfr HEESCH, *Privatrechtliche Haftung für fehlerhafte Informationen. Eine Rechtsvergleichende Untersuchung am Beispiel des englischen Rechts*, Munster, 1982, il cui saggio prova a confrontare la soluzione tedesca con quella di common law; quanto al secondo cfr. SINDE MONTEIRO, *Responsabilidade por conselhos, recomendações*, Coimbra, 1989.

¹⁷⁷ La giurisprudenza francese – *Tribunal de commerce de Paris*, 15° Chambre – section B del 30 giugno 2006- ha riconosciuto la responsabilità quasi-délictuelle in relazione alla messa in circolazione di falsità o inesattezze contenute in studi finanziari e raccomandazioni di investimento. In dottrina v., tra gli altri, FERNADEZ DE ARAOZ, *La Corte de Apelaciones de Paris de 30 junio de 2006 en el asunto in An “LVMH/Morgan Stanley”*, in *Revista de derecho Bancario y Bursatil*, 2007, 261ss. e CARIDI, *Danno da informazione finanziaria e responsabilità civile (a margine di un caso francese)*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 3 2008, 473 ss.

interesse rilevante per l'ordinamento; c) se sotto il profilo causale la lesione sia riferibile ad una condotta omissiva o commissiva; d) stabilire se l'evento sia imputabile a dolo o colpa. Tale impostazione trova conferma nella giurisprudenza che già in passato, aveva affermato la sussistenza di un obbligo di fornire informazioni esatte per chi svolge professionalmente o istituzionalmente attività di raccolta e diffusione di informazioni di carattere economico.¹⁷⁸ In questa direzione, che l'affidamento incolpevole nella veridicità delle risultanze provenienti dal *rating* sia meritevole di tutela, è desumibile anche dalla normativa comunitaria¹⁷⁹ volta a tutelare la trasparenza del mercato finanziario, attraverso la predisposizione di regole che garantiscono l'integrità delle informazioni sugli strumenti finanziari.

La norma in parola, prevede il divieto della diffusione di informazioni false o fuorvianti in merito agli strumenti finanziari se la persona che le ha diffuse sapeva o avrebbe dovuto sapere che le informazioni erano false o fuorvianti. Da tale disposizione, secondo la Commissione sulle agenzie di *rating* del credito, si desume che “nei casi in cui un'agenzia di *rating* sapeva, o avrebbe dovuto sapere, che il rating era falso o fuorviante, il divieto di diffusione di informazioni false o fuorvianti, che costituisce manipolazione del mercato, potrebbe applicarsi al rating”. Le considerazioni appena esposte conducono il Tribunale di Catanzaro a ritenere meritevole di tutela l'affidamento generato da comunicazioni rese al mercato, allorchè tali informazioni provengano da un soggetto particolarmente qualificato, come le agenzie di *rating*, che ragionevolmente ingenerano fiducia nella serietà e credibilità delle proprie valutazioni.¹⁸⁰

¹⁷⁸ Per di più gli artt. 164, comma 2, T.U.F. e 2409 c.c., tipizzano l'illecito del revisori contabili nei confronti dei terzi, così sostanzialmente, configurando la responsabilità di un soggetto particolarmente qualificato nei confronti dei terzi per i danni cagionati dalle informazioni inesatte rilasciate. Sottolineano poi i giudici calabresi che l'art. 94 T.U.F. come sostituito dall'art. 3, D.lgs n. 51/2007 ha tipizzato la fattispecie della c.d. “responsabilità da prospetto”, prevedendo una responsabilità parziaria tra i vari soggetti responsabili delle informazioni contenute nel prospetto. Cfr. Cass. civ., 6 gennaio 1984, n. 94. In questa direzione v. anche F. GRECO, *cit.*, 41; TACCANI, *Danno da informazione economica: sistema tedesco e sistema italiano a confronto*, in *Contr. Impr./Europa*, 2001, 724.

¹⁷⁹ In particolare, l'art. 1, punto 2, left c), della direttiva 2003/6/CE, sull'abuso di informazioni privilegiate e la manipolazione del mercato.

¹⁸⁰ FUSARO, *Rating finanziario e responsabilità nei confronti dell'emittente*, in *Contr. Impr.*, 2012, 181 ss.

Chiarita la natura della responsabilità, il Tribunale di Catanzaro analizza il nesso causale intercorrente tra la condotta dell'agenzia (che ha emesso un giudizio di *rating* errato) e il pregiudizio subito dall'investitore a seguito dell'insolvenza dell'emittente. Nel *dictum* si legge che è onere dell'investitore “provare che, se la valutazione espressa dall'agenzia fosse stata corretta, sarebbe stato disincentivato e non avrebbe sottoscritto gli strumenti finanziari dell'emittente, ovvero non avrebbe mantenuto uno strumento finanziario poi risultato negativo”; altresì, viene precisato che a mente dell'art. 1227, comma 2°, il danneggiato ha l'onere di adoperare l'ordinaria diligenza senza attività gravose o straordinarie.¹⁸¹

Di diverso avviso è il Tribunale di Roma che pur escludendo la sussistenza di alcun tipo di rapporto contrattuale o comunque obbligatorio tra l'investitore e le agenzie di *rating* (così come aveva fatto il Tribunale di Catanzaro), sottolinea che la natura dell'attività delle agenzie di *rating*, consiste nell'emissione di “semplici pareri sulla capacità di credito di un particolare emittente o di un particolare strumento finanziario ad una certa data” e non nella formulazione di “raccomandazioni ad acquistare, detenere o vendere determinati titoli”. Ragionando in questi termini, l'investitore, secondo il giudice, è tenuto ad effettuare le scelte di investimento a proprio rischio, avvalendosi, nel caso, di un promotore finanziario per una valutazione del rischio.

La richiesta risarcitoria viene così respinta sulla base della motivazione per cui “qualsiasi valutazione dell'agenzia di *rating*, sebbene sbagliata, come nella fattispecie in cui il titolo fino al giorno prima del fallimento era stato classificato come sicuro, non può dar adito ad alcun risarcimento in quanto mera opinione, come tale non passibile di essere classificata errata sulla base di dati oggettivi”.¹⁸²

¹⁸¹ Diligenza da parametrare al tipo di investitore, posto che al soggetto professionale è richiesto un grado di diligenza decisamente più elevato rispetto a quello richiesto ad un investitore inesperto.

¹⁸² La motivazione del Tribunale capitolino lascia assai perplessi dato che, pur riconoscendo come errata la valutazione dell'agenzia di *rating*, relega tale giudizio ad un mera opinione. Riecheggiano nella decisione del Tribunale di Roma alcune tesi sviluppate soprattutto nella letteratura giuridica statunitense, dove alcuni autori si opposero strenuamente all'estensione della responsabilità delle agenzie anche alle ipotesi di mera negligenza basandosi, essenzialmente, sulla pretesa inconciliabilità tra la natura sostanzialmente soggettiva e valutativa dell'attività di *rating* ed un sindacato giurisdizionale di merito finalizzato ad un giudizio di negligenza, non essendo possibile individuare il modello di opinione soggettiva corretta in assoluto. Così SAPONARO, *Il danno da rating: se e come le agenzie sono tenute a rispondere*, in *Danno Resp.*, 2, 2013, 177 ss., il quale evidenzia che tale estensione sarebbe, da un lato, indotta, a livello di normativa federale dal *Frank*

Resta, tuttavia, da esaminare, il problema dell'onere della prova e del criterio (dolo o colpa) con il quale imputare la responsabilità dell'agenzia nel caso di *rating* erroneo. La giurisprudenza ha recentemente precisato che “non si può affermare la responsabilità dell'agenzia solo perché il *rating* non rispecchia la reale prospettiva di solvibilità dell'emittente, ma è necessario che la condotta dell'agenzia sia connotata da mala fede o colpa”; laddove per colpa è da intendersi la “negligenza professionale” che si manifesta nei casi di “inosservanza dei principi di diligenza professionale e degli *standards* di settore ribaditi anche nel regolamento Consob n. 12175 del 2 novembre 1999”.

In tale prospettiva, è evidente la complessità per l'investitore di dimostrare la responsabilità dell'agenzia sia per le scarse conoscenze delle metodologie utilizzate dagli analisti, sia in quanto il giudizio riguarda una probabilità futura. Spetterà, pertanto, al danneggiato la (non semplice) prova di dimostrare che a fronte di informazioni fornite in modo non corretto l'agenzia non abbia adottato tutti i criteri ragionevolmente esigibili e necessari allo scopo di verificarne l'effettiva e concreta attendibilità.¹⁸³

Per sottrarsi da ogni responsabilità l'agenzia di *rating* dovrebbe, pertanto, dimostrare che l'erroneità della valutazione dipende da “false informazioni fornite dall'emittente i titoli e non riscontrabili come tali all'atto della valutazione” in considerazione della circostanza che le informazioni sono fornite dalla società e non rientra nei poteri-doveri delle agenzie di *rating* accertare la veridicità delle informazioni, la ricerca e la scoperta di frodi.

Tuttavia, utilizzare il criterio della “*culpa in re ipsa*” o della “*res in re ipsa loquitur*” per sanzionare le agenzie sarebbe una scelta tesa ad attribuire una responsabilità legata alla qualità professionale dell'informatore ed alla qualità oggettiva

Wall Street Reform and Consumer Protection Act del 2010 che avrebbe introdotto una vera e propria *private cause of action per reckless* in sede di verifica delle informazioni (v. C. DEATS, *Talk that isn't cheap: does the first amendment protect Credit Rating Agencies' Faulty methodologies from regulation?*, in 110 Colum. L. Rev. 1818, November 2010) e dall'altro favorita dalle prime aperture nella giurisprudenza che comincia ad ammettere la prospettazione di azioni per negligenza nei confronti delle agenzie di rating.

¹⁸³ Ad esempio, potrà essere utile verificare che l'agenzia abbia divulgato le attività di verifica tese a considerare l'affidabilità e la veridicità delle informazioni in base alle quali il *rating* è stato emesso, precisando se quelle provenienti dall'emittente, oggetto di valutazione, fossero di qualità soddisfacente e segnalando l'eventuale mancanza di dati affidabili a tal proposito.

dell'informazione. In altri termini, attraverso un meccanismo presuntivo, si generalizzerebbe una responsabilità per un'attività avente essenzialmente natura prognostica.¹⁸⁴

Si ritiene piuttosto che la responsabilità del valutatore sulla solvibilità dell'emittente (ovvero il mancato *dawgrading*) dipenda da una condotta negligente ed imperita e non rispettosa della *lex artis*¹⁸⁵ se pur connotate da ampi margini di discrezionalità; ne deriva, come già sottolineato, che anche sul versante della responsabilità aquiliana occorrerà verificare il rispetto degli obblighi previsti dalla disciplina in materia¹⁸⁶ di *rating*.¹⁸⁷

Verificata la responsabilità dell'agenzia resta da accertarne il nesso causale. Occorrerà verificare quale sarebbe stato il comportamento dell'investitore in presenza di un *rating* corretto. E' chiaro che se il comportamento dell'investitore ipotetico fosse stato diverso da quello tenuto in concreto dal soggetto asseritamente danneggiato, nel senso che in presenza del *rating* esatto non avrebbe investito o

¹⁸⁴ Il rischio sarebbe quello di veder cessare l'attività di rating in presenza di una regola di eccessiva responsabilità. Così PONZANELLI, op. cit., 452 ove sottolinea che tipica reazione di overdeterrence è quella tenuta da Fitch il quale ha annunciato una sorta di *black-out* informativo sull'Italia come ritorsione al rinvio a giudizio di due dei suoi dirigenti.

¹⁸⁵ Per CAFAGGI, *La responsabilità del professionista*, in *Digesto civ.*, XVII, Torino, 1998, 12 ss., «la differenza tra norma deontologica e *regula artis* va progressivamente attenuandosi per la difficoltà sempre maggiore di distinguere il piano tecnico da quello deontologico. Il riferimento alle *leges artis* si traduce in taluni casi nella trasposizione di prassi non ancora normate, in tal caso procedendo autonomamente rispetto alla norma deontologica; in altri casi, invece, la definizione della *regula artis* fruisce della mediazione del ceto professionale compiuta tramite l'elaborazione delle regole deontologiche». Il principale modello è stato emanato dallo I.O.S.CO (acronimo di «International Organization of Securities Commissions»), organizzazione internazionale delle autorità di vigilanza sui mercati, il quale ha redatto in data 3.12.2004 un codice di condotta, denominato «Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies». Le agenzie, infatti, «are regulated and operate differently in different jurisdictions, the Principles laid out high-level objectives that rating agencies, regulators, issuers and other market participants should strive toward in order to improve investor protection and the fairness, efficiency and transparency of securities markets and reduce systemic risk». Tale modello, tuttavia, non prevede alcun meccanismo volto a garantirne l'applicazione, limitandosi ad invitare le agenzie a motivare l'eventuale mancata osservanza (c.d. approccio «comply or explain»).

¹⁸⁶ PONZANELLI, op. cit., 451, ove si sottolinea che l'informazione errata diventa fonte di responsabilità solo se la metodologia utilizzata possa essere giudicata gravemente lacunosa e carente.

¹⁸⁷ Regolamento CE n. 1060/2009 del 16 settembre 2009 relativo alle agenzie di rating del credito. Con riferimento alla normativa comunitaria v. anche l'art. 1, punto 2, lett. c, dir. 28 gennaio 2003, 10/2003 che vieta la diffusione di informazioni false o fuorvianti relative a strumenti finanziari, se la persona che le ha diffuse conosceva o avrebbe dovuto conoscere che le informazioni erano false o fuorvianti. In Italia il regolamento CE 1060/2009 è stato recepito mediante la l. 4 giugno 2010, n. 96. Il d.lg. 5.10.2010, n. 176, infine, emanato in attuazione della normativa comunitaria sopra citata, ha demandato alla Consob il potere di vigilanza sulle agenzie di rating, inserendo l'art. 4 bis all'interno del d.lgs. 24.2.1998, n. 58.

avrebbe disinvestito, occorrerà concludere nel senso della sussistenza del nesso causale. Diversamente, dovrà dedursi che il *rating* inesatto non abbia in alcun modo “coartato” la scelta dell’investitore.

Peraltro, il comportamento dell’investitore ipotetico, cui raffrontare la condotta tenuta in concreto, va ricostruito sulla base dell’andamento sul mercato dei prezzi (o dei tassi di interesse) dei titoli di debito. L’oscillazione del prezzo di un titolo in corrispondenza dell’emissione di un determinato *rating* rappresenterebbe una buona misura di quale sarebbe la scelta di investimento dell’investitore ipotetico.¹⁸⁸

In ordine al *quantum* del risarcimento dovuto dall’agenzia di *rating* all’investitore danneggiato pare opportuno utilizzare gli stessi criteri applicati in giurisprudenza per quantificare il pregiudizio dell’investitore come conseguenza della violazione della regola dell’informazione da parte dell’intermediario finanziario. Il danno emergente dovrebbe essere valutato avendo riguardo al valore della differenza tra l’investimento effettuato ed il prezzo di vendita degli strumenti finanziari a seguito di *default*.¹⁸⁹

Quanto al danno derivante dal non aver potuto impiegare il denaro in modo più utile (lucro cessante) si potrà utilizzare un criterio equitativo che ad esempio tenga conto dei titoli nel portafoglio dell’investitore.

Laddove l’agenzia non abbia provveduto ad aggiornare il rating mantenendolo positivo pur in presenza di segnali di peggioramento delle condizioni, sarà pure ipotizzabile un’eventuale azione risarcitoria dall’investitore nei confronti dell’agenzia per mancato disinvestimento.¹⁹⁰

In altra prospettiva, qualora si voglia accogliere la tesi contrattuale non potendo direttamente contare, anche in questo caso, su alcun significativo orientamento della giurisprudenza in materia, sarà opportuno ricostruire la responsabilità delle agenzie di rating sulla base di principi generali del diritto civile italiano, esaminando

¹⁸⁸ Se il prezzo scende (ovvero il tasso di interesse sale) vuol dire che l’investitore medio disinveste; se il prezzo sale (ovvero il tasso di interesse scende) vuol dire che l’investitore medio investe.

¹⁸⁹ Cfr. SCARONI, *La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., 168, ove l’investitore sostenga che, in difetto del rating emesso da un’agenzia registrata ai sensi del regolamento 1060/2009, gli strumenti finanziari valutati non avrebbero avuto accesso ad un determinato mercato nel quale egli si è determinato ad investire, il danno emergente potrebbe essere pari alla somma investita qualora lo stesso danneggiato dimostri che egli non si sarebbe determinato ad investire in quel mercato in assenza del rating rivelatosi successivamente sbagliato.

¹⁹⁰ BARCELLONA, *Mercato mobiliare e tutela del risparmio*, Milano, 2009, p. 84.

distintamente sia il caso in cui il rating sia stato espressamente commissionato dall'emittente all'agenzia, sia all'opposto in cui il rating non sia stato richiesto e consista quindi in un *unsolicited rating*.

Nella prima delle due situazioni descritte, l'emittente commissiona un rating all'agenzia e per tale servizio le corrisponde un compenso. In tale contesto quindi l'emittente è indotto a promuovere un'azione di responsabilità qualora il rating emesso sia idoneo ad arrecargli un pregiudizio in termini economici e risulti ingiustificato in quanto non corrispondente alla situazione del merito di credito dell'emittente che si è provato essere migliore.

In tale prospettiva, la responsabilità dell'agenzia è prospettabile sia in chiave dolosa, qualora l'agenzia abbia emesso un rating troppo basso per arrecare consapevolmente un danno al proprio cliente (ipotesi poco realistica, avendo l'agenzia semmai un incentivo ad attribuire un rating più elevato del dovuto al fine di fidelizzare l'emittente) che in chiave colposa, qualora il giudizio emesso sia frutto di un'attività di analisi affetta da negligenza. Intercorrendo un accordo negoziale tra agenzia e cliente, la responsabilità scaturente in entrambe le ipotesi sarà chiaramente di natura contrattuale e risulta riconducibile alla fattispecie di inadempimento di una prestazione inerente all'esercizio di un'attività professionale, la cui diligenza va valutata (secondo il disposto dell'art. 1176, 2° comma c.c.) in relazione alla natura dell'attività esercitata.

In particolare, nel caso in cui il rating lesivo sia il prodotto della negligenza dell'agenzia, la responsabilità colposa di quest'ultima potrebbe essere ragionevolmente valutata secondo la disciplina della prestazione d'opera intellettuale di speciale difficoltà di cui all'art. 2236 c.c.; tale scelta parrebbe giustificata dal fatto che il rating non costituisce una misurazione perfetta del merito di credito, misurabile in termini matematici, bensì essendo basato in gran parte su valutazioni qualitative, presenta intrinsecamente un notevole margine di opinabilità e di difficoltà.¹⁹¹

¹⁹¹ Si v. a riguardo Trib. Roma, 13 giugno 2005; Trib. Roma, 25 maggio 2005; Trib. Roma, 11 marzo 2005; Trib. Palermo, 17 gennaio 2005; Trib. Venezia, 22 novembre 2004; Trib. Mantova, 12 novembre 2004, dove è sottolineato che “l'intermediario deve agire con la diligenza dell'operatore particolarmente qualificato ed è tenuto ad informare il cliente dei rischi connessi alle specifiche

Il carattere economico-patrimoniale del danno deve essere provato, in quanto il mero danno non patrimoniale all'immagine dell'emittente ricadrebbe sotto il diverso schema di responsabilità delineato dall'art. 10 c.c. per le persone fisiche e estendibile anche alle persone giuridiche.

Qualora, invece, il rating pregiudizievole non sia oggetto di nessun accordo di natura contrattuale e sia quindi stato spontaneamente attribuito all'emittente dall'agenzia, la responsabilità che tale condotta sia idonea a configurare appare di natura extracontrattuale secondo la disciplina dell'art. 2043 c.c.. Detta responsabilità può essere integrata sia da una condotta dolosa che da una colposa e l'ingiustizia del danno da essa prodotto è dato dalla lesione negativa della c.d. "libertà contrattuale", che si verifica nei casi in cui, tramite l'azione di un terzo, è lesa l'aspettativa di concludere un contratto ovvero di concluderlo a determinate condizioni favorevoli. Una simile ricostruzione trova ad esempio supporto in quella dottrina che ricollega il tipo di responsabilità extracontrattuale descritta alla condotta di chi divulga informazioni false o inesatte su una società, che rendano più gravoso l'acquisto dei suoi titoli.

3.4.4.1 La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti dei terzi investitori come responsabilità da affidamento. La tesi della responsabilità da "contatto sociale"

Nell'esaminare i termini generali della responsabilità delle società di rating si è evidenziato come, sebbene la dottrina prevalente propenda per una qualificazione della stessa in termini extracontrattuali, siano rilevanti alcuni punti di contatto con la responsabilità da c.d. "contatto sociale qualificato".

Pur con qualche incertezza, in un quadro sistematico peraltro connotato da un graduale avvicinamento dei due tradizionali tipi di responsabilità, anche la giurisprudenza ha in più occasioni mostrato di aderire a siffatta concezione della

operazioni di investimento, segnalando la natura altamente rischiosa dell'investimento secondo le valutazioni operate dalle agenzie di rating".

responsabilità contrattuale, ritenendo che essa possa discendere anche dalla violazione di obblighi nascenti da situazioni non già di contratto, bensì di semplice contatto sociale, ogni qual volta l'ordinamento imponga ad un soggetto di tenere, in tali circostanze, un determinato comportamento.

La costruzione teorica è condivisibile, nella misura in cui si ritenga che tra il risparmiatore e l'intermediario esista già prima della conclusione del contratto un rapporto giuridicamente rilevante. Si tratta di un fatto giuridicamente rilevante, atteso che la legge riconnette proprio ad esso tutta quella serie di conseguenze di carattere obbligatorio rappresentate dai doveri di condotta. La responsabilità dell'intermediario, in tale prospettiva, potrà qualificarsi come responsabilità da inadempimento di specifiche e pre-esistenti obbligazioni, poste a suo carico per effetto dell'intervenuto contatto sociale tra esso ed il risparmiatore.

In ossequio alle considerazioni sopra svolte circa il ruolo “quasi pubblicistico” che le regolamentazioni assegnano in maniera sempre crescente ai rating emessi dalle principali agenzie, della fiducia di cui le stesse godono sui mercati, degli elevati standard cui adesso sono sottoposte, non può ad oggi escludersi che a tali società possano trovare applicazione, in via analogica, i principi giurisprudenziali richiamati, con la conseguenza di estendere il regime del contatto sociale qualificato ai rapporti fra società di rating registrate e terzi investitori di buona fede, assoggettandoli in tal modo alle regole di responsabilità stabilite per le relazioni contrattuali.

Tuttavia, anche a voler ragionare in termini di responsabilità contrattuale fondata sul contatto sociale intervenuto tra il terzo e l'agenzia, non si può *de plano*, far derivare dalla semplice diffusione di rating errati una responsabilità nei confronti degli investitori per i pregiudizi da questi subiti.¹⁹²

L'*escamotage* giuridico potrebbe essere rintracciato nell'esistenza di un contatto da intendere come accesso al giudizio, accesso non solo fisico ma anche conoscitivo. Si pensi esemplificatamente ai canali tematici da un lato ed al veicolo della rete

¹⁹² Si vuole rammentare che se pur la Cassazione, nel 2009 in tema di mediatore professionista (sent 16382/2009), riconoscendo i contorni di una responsabilità da contatto sociale, ne ha ribadito l'elemento dirimente del contatto, in realtà ciò non deve far sorgere perplessità all'interprete rispetto ad altre vicende paradigmatiche (caso banca), nonché rispetto alla difficoltà obiettiva di un contatto fisico con i rappresentanti delle agenzie di rating.

dall'altro. Sul punto, tuttavia, la dottrina maggioritaria avanza numerose critiche laddove ritiene che l'accesso al sito internet non può *ex se* rappresentare, neppure ad uno stato embrionale, un'ipotesi di contatto. Si contesta il fatto che, anche qualora fosse richiesta la registrazione al sito internet, questa non sarebbe comunque sempre obbligatoria e tutto ciò andrebbe a limitare l'area di responsabilità delle società di rating alle sole ipotesi di volontario accesso all'informazione.

Il dato trova conferma anche nell'autorevole dottrina¹⁹³ che ha sottolineato come l'*humus* per l'operatività dei rimedi di natura obbligatoria siano le situazioni immerse in una dimensione relazionale perché caratterizzata da obblighi tra le parti che si trovino l'una di fronte all'altra. In questa prospettiva non appare possibile configurare un "contatto sociale" neppure nella decisione dell'investitore di registrarsi al sito *web* dell'agenzia,¹⁹⁴ non potendosi certamente immaginare che le informazioni rese dal valutatore restino "confinare" ai soli soggetti registrati.¹⁹⁵

Del resto le informazioni contenute nel web sono fornite in adempimento di un obbligo negozialmente assunto verso il *solicited rating* ovvero create spontaneamente e solo successivamente messe a disposizione degli investitori interessati.

Così ragionando va senz'altro condivisa la posizione della dottrina, che sottolinea la necessità di essere piuttosto rigorosi nella "sublimazione" o "spiritualizzazione" del contatto sociale con riferimento alle agenzie di *rating* in virtù del labilissimo indice di relazionalità, che ove ritenuto idoneo a contrattualizzare il rapporto, moltiplicherebbe il timore che ogni "contatto" possa essere contrattualizzato, in considerazione che in ogni rapporto umano sussiste, a volerla rinvenire, una qualche forma se pur minima di relazionalità.

¹⁹³ CASTRONOVO, *La relazione come categoria essenziale dell'obbligazione e della responsabilità contrattuale*, in *Eur. Dir. priv.*, 2011, 71 ss. per ampi ragguagli circa la soluzione tedesca, poi ripresa in Italia da Castronovo che riconduce la responsabilità da informazioni inesatte al contratto (il contratto di informazioni: *Auskunftsvertrag*) che si ipotizza tacitamente concluso.

¹⁹⁴ Favorevole a questa ipotesi è SACCO GINEVRI, *Le società di rating nel regolamento CE n. 1060/2009: profili organizzativi dell'attività*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2010, 348.

¹⁹⁵ Correttamente si evidenzia che una tale eventualità potrebbe determinare una variazione del titolo della responsabilità del professionista, come accadrebbe qualora un investitore, avuta in precedenza conoscenza *aliunde* di un determinato voto di rating, si apprestasse in seguito, a completare la procedura di registrazione presso il sito web dell'agenzia che lo ha emesso al solo scopo di creare un contatto sociale, strumentale all'affermazione di responsabilità contrattuale del professionista. Così SANNA, *op. cit.*, 122.

Sulla scorta di quanto sin'ora espresso deve certamente riconoscersi alle agenzie di *rating* ed all'informazione da loro fornita quel carattere di “affidamento come tale potenzialmente dannoso e la cui violazione potrà causare un danno *contra jus* ex art. 2043 c.c. L'investitore ha un interesse rilevante ad una esatta informazione che diviene considerevole ed azionabile ove, appunto, sussista una ragionevole sicurezza sulla scorrettezza della condotta dell'informatore. In questa prospettiva va decisamente respinto il tentativo di relegare il *rating* espresso dall'agenzia ad un'opinione frutto di esercizio di libera manifestazione del pensiero ex art. 21 Cost., da considerarsi predominante rispetto alla tutela dell'interesse ad una informazione attendibile e priva di errori in favore dell'investitore danneggiato.¹⁹⁶ Resta naturalmente in capo al danneggiato l'onere della prova, con tutte le difficoltà che ciò implica, considerata la natura prognostica dell'attività del valutatore.

3.5. La recente riforma

Un'ultima, ma non meno importante occasione di riflessione, attiene alle riforme recentemente adottate.¹⁹⁷

In linea con gli impegni presi in sede di G20, le nuove norme mirano a ridurre la dipendenza dai rating esterni, imponendo alle istituzioni finanziarie di rafforzare il

¹⁹⁶ Sulla rilevanza giuridica dell'informazione-consiglio cfr BUSNELLI, *Itinerari europei nella “terra di nessuno tra contratto e fatto illecito”*: la responsabilità da informazioni inesatte, in BUSNELLI, PATTI, *Danno e responsabilità civile*, Torino, 2003, pag. 275-276, nel quale si richiama ancora l'attuale principio di derivazione romanistica secondo cui *consilii non fraudulentum nulla obligatio est*.

¹⁹⁷ Le agenzie di rating del credito sono tra i protagonisti del mondo della finanza in quanto la loro attività ha un impatto diretto su quella di investitori, mutuatari, emittenti e pubbliche amministrazioni. Ad esempio, il declassamento di una società può ripercuotersi sul capitale che la banca deve detenere e il declassamento di un debito sovrano rende più oneroso l'indebitamento del paese. Nonostante la legislazione europea adottata sulle agenzie di rating nel 2009 e 2011, recenti sviluppi nell'ambito della crisi del debito nella zona euro hanno dimostrato che il quadro normativo attualmente in vigore deve essere reso più rigoroso. Le nuove norme sono entrate in vigore il 20 giugno 2013 ma già nel novembre 2011 la Commissione ha presentato proposte intese a potenziarlo ulteriormente e a colmare le carenze più gravi.

ricorso alle proprie valutazioni del rischio di credito, evitando di affidarsi esclusivamente o meccanicamente ai rating esterni.¹⁹⁸

Il pacchetto legislativo di recente approvato, si compone di un regolamento e di una direttiva.¹⁹⁹

1) Regolamento (UE) n. 462/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 21 maggio 2013, che modifica il regolamento (CE) n. 1060/2009 relativo alle agenzie di rating del credito;

2) Direttiva 2013/14/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 21 maggio 2013²⁰⁰, che modifica la direttiva 2003/41/CE, relativa alle attività e alla supervisione degli enti pensionistici aziendali o professionali; la direttiva 2009/65/CE, concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di taluni organismi d'investimento

¹⁹⁸ La principale strategia indicata dal G20 e dal World Stability Board per ridimensionare l'oligopolio delle agenzie attraverso l'eliminazione dei riferimenti al rating nell'ambito di leggi, standard e regolazioni, si scontra con posizioni granitiche, sintetizzabili nel fatto che non risulta ragionevole cancellare con un tratto di penna il riferimento al rating e quindi la regulatory licence delle agenzie quando ancora non è ben chiaro come il rating esterno possa essere sostituito, col rischio di gettare nel caos i mercati finanziari.

¹⁹⁹ I punti salienti della nuova normativa risiedono nel tentativo di spostare la dipendenza degli istituti finanziari dal giudizio delle agenzie, integrandolo con una più completa attività di *due diligence* e di miglioramento delle procedure interne di valutazione di rischio, soprattutto per quanto riguarda la gestione e l'emissione di prodotti di finanza derivata. Già dal 2012 il regolamento 446 richiedeva alle agenzie dettagliate informazioni riguardo i *rating* forniti a strumenti finanziari strutturati frutto di cartolarizzazione di beni mobili ed immobili, mutui ipotecari, titoli obbligazionari e cambiali finanziarie commerciali (ABS, MBS, CDOs, *asset-backed commercial papers*). La nuova direttiva compie un passo avanti, richiedendo agli emittenti di questi titoli di affidare ogni quattro anni il proprio *rating* ad agenzie diverse, con l'obbligo di rivolgersi ad almeno due enti di valutazione contemporaneamente. Questi provvedimenti rientrano nelle strategie di contrasto al conflitto di interesse generato dal rapporto fra soggetto valutato ed ente di valutazione. Solitamente regolato dal principio "*issuer pays*", per cui l'emittente ottiene un *rating* su corresponsione di una tariffa, il regime odierno può infatti ingenerare valutazioni troppo generose da parte dell'agenzia, intenta a non "spaventare" potenziali clienti, e dunque distorsive dell'informazione fornita agli investitori. Con l'intento di offrire maggiore trasparenza, si obbligano le CRA a rendere note eventuali partecipazioni di propri azionisti; è inoltre vietato al singolo soggetto di detenere quote azionarie superiori al 5% in più agenzie di *rating*, al fine di spezzare, in tal modo, il monopolio dei grandi gruppi e di favorire l'emergere di nuove agenzie concorrenti. Dal giugno 2015 l'ESMA renderà inoltre disponibile la *European Rating Platform*, registro in cui verranno inseriti tutti i *rating* prodotti dalle 28 agenzie registrate presso l'authority di vigilanza, per fornire agli investitori un quadro chiaro e completo dei prodotti presenti sui mercati.

²⁰⁰ In particolare, la Direttiva introduce il principio della riduzione della dipendenza dai rating esterni nella legislazione settoriale in materia di fondi comuni d'investimento, di gestori di fondi di investimento alternativi e di enti di previdenza.

collettivo in valori mobiliari (OICVM), e la direttiva 2011/61/UE, sui gestori di fondi di investimento alternativi, per quanto riguarda l'eccessivo affidamento ai rating del credito.

Le direttrici di rinnovamento sono sostanzialmente due.^{201,202}

La prima è volta a rilevare che l'idea del mercato, quale esclusivo terapeuta di se stesso e presidio migliore della stabilità finanziaria, deve ritenersi ormai superata, come del resto sta avvenendo negli Stati Uniti in cui tale teoria ha avuto la sua origine ed il suo maggiore sviluppo. In tale prospettiva, può dirsi pertanto abbandonato il vecchio dibattito sull'alternativa tra protezione del risparmiatore via norma oppure via mercato, sostituito dalla discussione sull'efficienza dei meccanismi di controllo che presiedono al funzionamento del mercato, anche in termini di analisi costi-benefici.

Deve inoltre affermarsi che qualsivoglia progetto di riforma dell'ordinamento finanziario e di revisione degli strumenti di tutela del risparmiatore, non porterà i risultati attesi se non sarà accompagnato da quel complesso di riforme dei vari apparati tangenti e complementari all'organizzazione del mercato finanziario. Pertanto, al fine di giungere ad un modello di mercato ottimale, si è reso opportuno

²⁰¹ Tale riforma licenziata recentemente dal Parlamento europeo si concentra sull'accrescimento della trasparenza, della indipendenza e della qualità dei prodotti di rating attraverso una regolamentazione pubblicistica provvista di controlli e sanzioni adeguate e meno lacunosa di quella vigente. Le modifiche più corpose sono state predisposte da una proposta del Parlamento Europeo e del Consiglio ((com.2011)747) che ha ricevuto l'approvazione finale del Parlamento Europeo il 16 gennaio 2013.

²⁰² In particolare, la Commissione Europea ha aperto i lavori con l'intento di limitare il potere delle agenzie di rating garantendo maggiore trasparenza nella formulazione dei rating e contrastando il conflitto d'interesse dei soggetti che detengono contemporaneamente partecipazioni nell'agenzia di rating e nell'ente valutato. Con un forte invito alla responsabilizzazione nei confronti dei cittadini, veniva proposta la responsabilità civile per le agenzie che avessero danneggiato gli investitori con comportamenti contrari allo schema normativo in vigore. La proposta di direttiva che si rifaceva all'impianto legislativo vigente fornito dal regolamento CRA I (n. 1060) del 2009, deve essere considerata la prima formulazione giuridica comunitaria che risponde all'appello del G20 tenutosi a Washington nel 2008. Il testo fu emendato dal regolamento CRA II (n. 513) del 2011, con il quale si è inteso conformarsi all'istituzione della *European Securities Market Authority* (ESMA), cristallizzando alcuni principi fondamentali nella regolazione dell'attività della *credit rating agency* (CRA) quali il rispetto di alcuni standard minimi di indipendenza, integrità e qualità del rating per poter accedere al registro europeo tenuto dall'ESMA in uno con un elevato livello di trasparenza delle metodologie utilizzate e dell'azionariato per ovviare al conflitto di interesse. Infine, in capo all'ESMA venivano assegnati significativi poteri di vigilanza e sanzione, un accentramento che permetteva di assicurare un più omogeneo rispetto delle norme comunitarie.

intervenire in ognuna delle aree problematiche descritte, cercando di offrire agli attori del mercato i giusti incentivi.

In questa prospettiva, la previsione di parametri alternativi di misurazione del rischio, anche da usare in aggiunta al rating, possono costituire un correttivo idoneo a riconnettere la domanda dei rating con la loro affidabilità, spingendo gli emittenti e gli investitori ad avvalersi dei parametri diversi nei momenti in cui le agenzie si mostrino incapaci di fare valutazioni attendibili.

In secondo luogo, è necessario promuovere la concorrenza all'interno del mercato del rating, cercando di trovare il giusto equilibrio tra competizione interna tra i suoi attori e garanzia della loro affidabilità. Al riguardo, una possibile soluzione sembra essere la previsione, in sede di registrazione, di requisiti relativi alla professionalità dei richiedenti sconfessando il meccanismo che si basava sulla loro reputazione già acquisita presso gli investitori istituzionali e gli emittenti. Così facendo, si offrirebbe a nuovi e più efficienti *comers*, la possibilità di competere senza alcun svantaggio iniziale con le agenzie già consolidate, innescando una selezione del mercato basata sull'affidabilità concretamente verificata dai fruitori dei rating stessi.²⁰³

In particolare, la riforma licenziata dal Parlamento Europeo appare significativa e ricalca sotto molti profili le soluzioni adottate dal Dodd Frank Act del 2010. Gli aspetti principali riguardano la prevenzione dei conflitti di interessi, le procedure di definizione delle metodologie e la loro comunicazione e sottoposizione a verifiche

²⁰³ La difficoltà di garantire l'indipendenza, l'obiettività, la buona qualità del rating (compreso quello sovrano), è testimoniata peraltro, dalle forti resistenze che le agenzie hanno frapposto già all'attuazione del vigente regolamento 1060/2009, come si evince dall'indagine svolta dall' ESMA attraverso questionari e visite presso le majors insediate nella Unione Europea e pubblicata nel 2012. Le deficienze riscontrate dall'Autorità, rispetto a quanto viene richiesto dal regolamento in parola sono in effetti profonde e generalizzate. Le procedure che si svolgono nei comitati ed in altri incontri non vengono adeguatamente documentate; non risultano verbalizzate né le votazioni che si svolgono nei comitati, né le motivazioni in base alle quali le proposte iniziali avanzate dagli analisti sono accolte o respinte; le decisioni organizzative e le nomine dei membri dei comitati non sono giustificate. Agli analisti che compongono i comitati non viene sempre dato tempo sufficiente per svolgere un esame adeguato dei dati in base ai quali devono pronunciarsi; il numero dei dipendenti e degli analisti, la loro qualificazione ed esperienza non garantiscono prodotti di buona qualità; i sistemi di controllo interno e l'attività dei direttori indipendenti non corrispondono allo spirito delle previsioni normative; le metodologie rese pubbliche, non sempre offrono una chiara ed esaustiva rappresentazione di criteri e della corrispondente incidenza nella adozione di una decisione; la presentazione dei rating non è sempre corredata da elementi atti a consentire al pubblico una valutazione critica.

esterne, l'obbligo di fornire indicazioni chiare e comprensibili circa le metodologie e le ipotesi su cui il rating viene emesso, l'obbligo di comunicare preventivamente agli emittenti metodologie e ipotesi su cui si fondano rating e outlook, anche non sollecitati.

Il progetto affronta inoltre due aspetti ulteriori, non interessati dalla regolamentazione vigente: quello della comparabilità dei rating prodotti dalle diverse agenzie, attraverso la creazione presso l'ESMA di una piattaforma europea nella quale tutti i rating dovrebbero essere pubblicati; quello della responsabilità civile delle agenzie nei confronti di investitori ed emittenti in caso di violazione intenzionale o per negligenza grave delle norme regolamentari. Il contrasto dei conflitti di interesse, il controllo delle metodologie, la pubblicizzazione delle motivazioni su cui si fondano le decisioni, la responsabilità civile, previsti in via generale per ogni tipo di rating, dovrebbero riverberarsi positivamente anche sul rating sovrano.

Peraltro, la riforma introduce, per la prima volta, prescrizioni specificamente indirizzate a tale tipologia di rating. Invero, gli organi comunitari ed in particolare il Parlamento Europeo, non potevano in concomitanza con i drammatici downgrading dell' Eurozona, non farsi carico di una forte insofferenza nei confronti delle agenzie, mediando tra le richieste più radicali (come la messa al bando dei rating sovrani non richiesti dagli emittenti o la imposizione di una loro sospensione nel corso di operazioni di sostegno internazionale o comunitario a favore di stati in difficoltà) e quelle, di segno inverso, secondo cui regole generali più severe avrebbero rese superflue prescrizioni speciali per il rating sovrano. Il testo licenziato dal Parlamento europeo segna un punto di equilibrio nel quale si riflette l'idea che il rating sovrano pur assolvendo ad una obiettiva necessità dei mercati e degli stessi emittenti sovrani, comporta speciali pericoli che vanno limitati attraverso apposite cautele da prescrivere mediante regole pubblicistiche. I particolari pericoli che la regolamentazione comunitaria intende contenere si annidano oltre che nella dubbia qualità e nella opacità dei giudizi, nella attitudine delle agenzie a manipolare i mercati del debito pubblico ed i corsi valutari, anche attraverso la scelta del momento in cui diffondere i rating e gli outlook, e nella loro

tendenza a sconfinare dal proprio ambito specifico - la classificazione della meritevolezza del credito - pretendendo di dettare agli emittenti sovrani indicazioni di politica economica e sociale.

Quanto al primo aspetto, la riforma sottolinea la necessità di una trasparenza rinforzata relativamente alla qualità ed adeguatezza del personale impiegato, alle indagini preparatorie svolte, alla conoscibilità delle ipotesi su cui i rating si basano (cons. 30). Tanto i rating sovrani quanto gli *outlook* dovrebbero essere accompagnati dalla pubblicazione integrale di una relazione dettagliata che illustra i parametri e tutti i fattori che sono stati presi in considerazione ai fini della formulazione del giudizio. Laddove sia operata una revisione dei rating o degli *outlook* precedenti, la relazione dovrebbe esporre in modo puntuale i cambiamenti delle ipotesi quantitative e la loro ponderazione, evidenziando comunque i limiti insiti nella assegnazione nel nuovo livello di rischio ed allegando una sintesi dei verbali delle riunioni dei comitati di rating. Ulteriori oneri informativi riguardano la trasmissione all'autorità di controllo di dati disaggregati sul personale assegnato alle differenti tipologie di rating ed ai proventi di ciascuna attività di rating. Ciò consentirebbe sia di verificare la adeguatezza del personale destinato al rating sovrano sia di conoscere la provenienza delle risorse utilizzate in tale settore di attività. Quanto ai rating sovrani *unsolicited*, spesso al centro dei contrasti tra le agenzie e gli emittenti, la riforma segue un indirizzo di prudente diffidenza, chiedendo che nei listini essi siano resi chiaramente distinguibili da quelli *solicited* e vietando che essi possano essere diffusi più di due o tre volte all'anno (cons.32; art. 8 c.3).

Relativamente al secondo aspetto – i rischi di manipolazione dei mercati connessi alla scelta del momento in cui un rating sovrano o una prospettiva di variazione vengono resi pubblici – le nuove norme regolamentari adottano una soluzione drastica che dovrebbe precludere la possibilità di comportamenti opportunistici senza intaccare formalmente l'autonomia delle agenzie; si prescrive, invero, che l'agenzia debba attenersi al rispetto di un programma che essa stessa e' tenuta a fissare da un anno all'altro (cons, 32 punto a ; art. 8 punto 3), e che le date debbano sempre coincidere con mercato fermo . In tale prospettiva, la programmazione del

calendario riduce il sospetto di manipolazioni e può smorzare gli effetti negativi, in termini prociclici, che possono essere generati da sequenze troppo ravvicinate di downgrading.²⁰⁴

Agli emittenti verrà inoltre fornita con un giorno d'anticipo comunicazione dettagliata - a personale espressamente preposto dagli stessi ad analizzare e segnalare eventuali errori – circa metodologia e ratio con cui viene emanato il giudizio.

Inoltre, per ridurre un altro aspetto critico connesso alla comunicazione dei rating quale il “rischio di contagio”, con la possibilità che gli effetti pregiudizievoli del rating possano diffondersi ingiustificatamente da paese a paese, il regolamento impone che i rating sovrani possano essere emessi solo in base alla preventiva analisi delle specificità proprie di ciascun paese e vieta che possano essere effettuati outlook cumulativi di area economica riferiti a più paesi, a meno che non siano corredati da specifiche relazioni illustrative delle singole situazioni (cons. 32 ter, art.8 bis).

Quanto al problema, molto vivo e delicato, della eliminazione delle interferenze del rating sovrano nella sfera delle scelte politiche degli emittenti, la soluzione indicata dalla riforma regolamentare può offrire il fianco ad opposte critiche. Come si legge nelle premesse (cons. 32 quater) “la trasparenza dei rating non dovrebbe indurre a formulare conclusioni sugli indirizzi delle politiche economiche nazionali. Di conseguenza, sebbene tali politiche possano costituire per l'agenzia di rating un fattore per la valutazione del merito di una entità sovrana o dei suoi strumenti e possano essere utilizzate per spiegare i principali motivi alla base di un rating, non dovrebbero essere autorizzati requisiti e raccomandazioni dirette o esplicite da parte delle agenzie di rating alle entità sovrane in relazione a tali politiche. E

²⁰⁴ In tal modo, la normativa potrebbe ridurre la capacità delle agenzie di produrre panico e volatilità sui mercati con annunci improvvisati – e talvolta dalle tempistiche inappropriate – su *rating* e *outlook* di titoli privati, laddove al fine di evitare squilibri del mercato, si impone alle agenzie di rating di predisporre un calendario per indicare quando valuteranno gli Stati membri; tali rating saranno limitati a tre per anno per i rating sovrani non sollecitati ed eventuali deroghe saranno possibili solo in circostanze eccezionali corredate da concrete motivazioni. Le valutazioni potranno essere pubblicate solo di venerdì dopo la chiusura delle attività e almeno un'ora prima dell'apertura delle sedi di negoziazione nell'UE. Inoltre investitori e Stati membri dovranno essere informati dei dati di fatto e delle ipotesi su cui è basata ciascuna valutazione, in modo da agevolare una migliore comprensione dei rating del debito degli Stati membri UE .

coerentemente nell'Allegato I (sez. D, parte III, punto 44), si precisa che il divieto riguarda tanto il rating quanto le prospettive di rating.²⁰⁵

Tuttavia, per un'attenta riflessione, le nuove norme vanno analizzate ben considerando il quadro regolatorio e sostanziale nel quale si collocano.

In primo luogo va chiarito se, nel caso delle agenzie, possa farsi propriamente richiamo alla libertà di manifestazione del pensiero. Le agenzie sono imprese che producono servizi consistenti nella stima della meritevolezza di credito di un agente o di un prodotto finanziario. La produzione di tale servizio presuppone e comporta l'esercizio di una libertà di giudizio e di comunicazione che tuttavia non esclude - a differenza di libertà incompressibili riservate alle sole persone fisiche ed alle formazioni sociali - la possibilità di limitazioni giustificate dalla esigenza di salvaguardare altri interessi. Le agenzie non informano (come fanno i media, che per questo esercitano una libertà di espressione e di critica), ma giudicano della meritevolezza del credito, effettuano stime, che come tali sono sempre caratterizzate da un alto tasso di soggettività, ma che comunque scaturiscono dalla applicazione delle regole dell'arte (*economical score* e *political score*). Ed infatti, mentre nessuna regolamentazione può imporre ad una testata giornalistica le modalità di trattamento di una notizia, la regolamentazione del rating può ben prescrivere come il rating debba essere elaborato e comunicato al pubblico. Va poi da se che gli spazi della regolamentazione pubblicistica siano tanto maggiori quanto più esteso sia il valore certificatorio che le regolazioni conferiscono ai giudizi di meritevolezza delle agenzie.

In secondo luogo, la limitazione imposta dal regolamento consta di un oggetto ben circoscritto: si stabilisce invero che nei rating e negli outlook non devono figurare raccomandazioni politico economiche, prescrizioni e direttive rivolte agli stati o loro autorità regionali e locali.²⁰⁶ Il divieto pone dunque un limite che è a ben

²⁰⁵ Il divieto così introdotto assume che la trasparenza delle motivazioni costituisce un requisito essenziale per ridurre l'eccessivo affidamento nel rating da parte dei mercati e che la valutazione delle capacità di governo degli emittenti e gli indirizzi politici costituisce un fattore di giudizio, inevitabilmente soggettivo, in base al quale le decisioni di rating vengono adottate.

²⁰⁶ Le raccomandazioni, le prescrizioni, le direttive sono cosa ben distinta dalle valutazioni delle politiche che un governo persegue o intende perseguire, operate dalla agenzia al fine di formulare un giudizio di meritevolezza; raccomandazioni, prescrizioni, direttive sono infatti le tipiche forme in cui si manifesta un potere di indirizzo e non di giudizio.

vedere implicito nel rating del credito, la cui funzione è quella di valutare la meritevolezza del debito sovrano e non quella di indirizzare le politiche economiche ovvero l'agenda delle autorità sovrane emittenti.

In terzo luogo, l'opportunità della scelta comunitaria di vietare formalmente alle agenzie di rivolgere indirizzi alle autorità sovrane, discende dal fatto che le agenzie – le big three - hanno frequentemente preteso di esercitare tale potere con la forza che viene loro dal fatto di incarnare un oligopolio mondiale in grado di imporre il proprie regole. In verità, se il mercato del rating sovrano non avesse una caratterizzazione oligopolistica ma concorrenziale, la necessità di affermare in modo esplicito il divieto non si porrebbe, in quanto nessuna agenzia riterrebbe di poter dettare prescrizioni agli Stati e le prescrizioni eventualmente impartite non sarebbero avvertite come una minaccia per le prerogative dei governi.

Resta, infine, da notare che il divieto in questione ha un valore simbolico importante ma non è certamente in grado, da solo, in assenza di altre misure strutturali, di ridimensionare il peso eccessivo delle agenzie e la loro capacità di condizionare le agende politiche, che può ben manifestarsi egualmente in forme esteriormente sobrie ed asettiche.

In ultima analisi, incrociando le disposizioni generali riguardanti le agenzie ed i loro prodotti e quelle speciali indirizzate al rating sovrano, si può dedurre, che lo spazio di franchigia di cui le agenzie hanno goduto potrebbe subire, per effetto della riforma, un discreto ridimensionamento. E' però difficile prevedere se ciò potrà bastare a ridurre le forti tensioni esistenti nel rapporto tra agenzie ed emittenti sovrani, tensioni che dovrebbero essere in qualche modo arbitrate, con molta energia, attraverso i controlli, le sanzioni e la *moral suasion* da parte dell' ESMA.

Vanno inoltre segnalate due grandi questioni che la riforma comunitaria lambisce, ma lascia sostanzialmente aperte. In primo luogo, l'obbiettivo di una maggiore trasparenza delle attività di rating sovrano poste in essere dalle agenzie che non può essere disgiunto da una corrispondente e simmetrica maggiore trasparenza finanziaria degli emittenti sovrani. L'opacità dei dati della finanza statale nel passato ha oggettivamente alimentato il ruolo delle agenzie ma al tempo stesso è stata alla base del rischio informativo che, come si è notato, può essere considerato una delle

maggiori cause dei “fallimenti” del rating sovrano. Se, come sembra ineluttabile, i debiti sovrani continueranno a cercare i loro finanziatori nel mercato internazionale, i dati della finanza pubblica, da intendersi come un bene comune, dovranno essere messi dagli stati a disposizione dei mercati e della opinione pubblica, in quantità e qualità adeguate, per consentire sia agli investitori sia alle agenzie di svolgere al meglio le loro valutazioni di rischio. La consapevolezza di ciò, si rinviene nella riforma regolamentare comunitaria, che affida alla Commissione il compito di raccogliere trattare e pubblicare nel limite della riservatezza che tale vigilanza comporta, i dati relativi ai risultati economici, finanziari e fiscali di ciascun Paese, allo scopo di metterli a disposizione degli investitori, per consentire loro di valutare il merito potenziale di credito degli emittenti. La stessa Commissione potrebbe integrare tali dati con fattori ed indicatori supplementari, utili a rendere più agevole la valutazione di meritevolezza (cons.30 bis). Dunque, la riforma affida alla Commissione un compito molto delicato e complesso, sotto il profilo tanto tecnico quanto politico, di mediazione e garanzia tra Stati membri e mercati, nella produzione di un flusso regolare di informazioni.

Peraltro, le prospettive del rating sovrano non possono essere separate dal superamento dell'oligopolio delle agenzie. Nel dibattito che si è svolto in seno alla Comunità, ha ricevuto ampio seguito l'ipotesi di superare l'oligopolio americano attraverso la creazione di una agenzia indipendente europea, secondo un percorso analogo a quello che ha portato alla emersione, in ambito cinese, della agenzia Da Gong. Tale progetto, accolto in un primo tempo dal Parlamento Europeo si è tuttavia arenato, per le sue difficoltà attuative e per la dubbia fiducia che i mercati avrebbero potuto accordare a rating sovrani prodotti da una entità troppo vicina agli emittenti.²⁰⁷

Una maggiore apertura del mercato resta, pertanto, tra i desiderata del nuovo regolamento, anche se gli strumenti previsti a tal fine appaiono modesti. Allo scopo di favorire l'indipendenza ed il pluralismo delle agenzie si vieta che l'azionista che

²⁰⁷ La riforma licenziata nel 2013 lascia intendere che la questione potrebbe essere riconsiderata entro il 2016, in ragione della futura evoluzione del mercato del rating ed assegna alla Commissione il compito di studiare l'opportunità e le modalità organizzative di una agenzia per il rating sovrano e di una fondazione operante nelle altre tipologie di rating (cons. 32 bis).

detiene più del 5% di una agenzia possa avere una partecipazione superiore al 5% del capitale di un'altra agenzia (art.6 bis); si auspica che, ove un investitore intenda chiedere un doppio rating, consideri la possibilità di chiedere la seconda valutazione ad una agenzia che copra una quota di mercato inferiore al 10%; si formula l'impegno a sostenere in futuro, anche con incentivazione di carattere finanziario, la creazione di una rete di piccole agenzie del credito dando mandato alla Commissione di relazionare al riguardo (cons. 36 bis).

E' stato invece ridimensionato, limitandolo al solo settore del rating delle ricartolarizzazioni, anche in ragione delle perplessità espresse dalla BCE, l'obbligo (art. 6 ter) imposto agli emittenti di cambiare periodicamente il fornitore dei servizi di rating (c.d. obbligo di rotazione), per impedire la formazione di concrezioni di interessi e favorire l'ingresso di nuovi operatori. In tale scenario, lo sviluppo dell'offerta dei servizi di rating, in una prospettiva necessariamente di lungo termine, resta dunque essenzialmente legato alle capacità attrattive di un mercato che, nonostante il discredito che il rating ha raccolto, continua ad essere in espansione ed a produrre profitti elevati, richiamando nuovi operatori globali e regionali quali Kroll, Bloomberg e The Economist Intelligence Unit.

La riforma, tuttavia, non sembra essere incisiva su questi temi. Le misure più significative invece, sono la possibilità di citare in giudizio un'agenzia di rating per negligenza; il rovesciamento dell'onere della prova in giudizio benchè di difficile attuazione; i limiti sul possesso azionario delle agenzie medesime. E' facile prevedere che l'effetto di tali misure potrà essere misurato solo in seguito.

Nel frattempo, sarebbe auspicabile, perseguire altre strade. La prima, è quella di aumentare la concorrenza; la strada è in realtà difficile da perseguire in quanto gioco forza nel mercato la produzione di informazione sul merito di credito è concentrata su pochi operatori, quelli che godono di maggiore reputazione. Questo non significa che non si debba provare a creare le condizioni per l'entrata di nuovi attori sul mercato. La soluzione che sembra più opportuna, è quella di sottoporre l'operato delle agenzie di rating a una regolazione ex ante sul modo in cui esse formano le loro valutazioni e sul modo in cui vengono remunerate (spostando il peso dalle società emittenti agli operatori che usano i rating), piuttosto che

rimandare la soluzione al giudizio di un tribunale.²⁰⁸ Un'ulteriore soluzione, potrebbe essere quella di depotenziare il ruolo del rating andando nella direzione dell'adozione di modelli interni per la valutazione del rischio di credito e la contemporanea semplificazione dei prodotti finanziari.

In tale prospettiva, non pare dubbio che le stesse norme europee di regolamentazione dei sistemi di *rating* si pongano non nella prospettiva di un'assunzione di responsabilità pubblica circa i risultati dell'attività delle agenzie di *rating*, quanto piuttosto in quella della correzione dei fallimenti di mercato che derivano essenzialmente dalla scarsa capacità dei destinatari dei giudizi di *rating* di poter vigilare sulla qualità dei giudizi, sui conflitti di interesse, sulla qualificazione delle agenzie.

Inoltre, al fine di ridurre il conflitto di interessi è stato adottato il modello "issuer pays remuneration" (l'emittente paga) introducendo una rotazione obbligatoria per alcuni strumenti finanziari strutturati complessi (ricartolarizzazioni). Esso prevede inoltre un limite alla partecipazione azionaria delle agenzie di rating del credito. Per ridurre il rischio di conflitto di interessi, le nuove norme impongono alle agenzie di rating di comunicare pubblicamente se un azionista che detiene il 5% o più del suo capitale o dei suoi diritti di voto detiene allo stesso tempo il 5% o più di un'entità sottoposta a rating; qualora un azionista detenga il 10% o più del capitale o dei diritti di voto di un'agenzia di rating e detenga anche il 10% o più del capitale o dei diritti di voto di un'entità sottoposta a rating, la legislazione vieta all'agenzia stessa di procedere alla valutazione. Inoltre, per garantire la diversità e l'indipendenza dei rating del credito, il regolamento prevede che uno stesso soggetto non possa detenere una partecipazione uguale o superiore al 5% del capitale o dei diritti di voto di più di una agenzia di rating del credito, a meno che le agenzie in questione facciano parte dello stesso gruppo (partecipazioni incrociate).

Infine, tutti i rating disponibili verranno pubblicati su una piattaforma europea di rating che sarà operativa dal giugno 2015, migliorando la comparabilità e la visibilità dei rating degli strumenti finanziari realizzati dalle agenzie registrate e

²⁰⁸ Questa sarebbe la risposta più adeguata di fronte ad un ruolo pubblico oramai assunto da parte di soggetti privati: se un privato svolge un ruolo pubblico e può causare con i suoi comportamenti l'emergere di un rischio sistemico, deve essere sottoposto a regolazione.

autorizzate nell'Unione europea. Tale piattaforma dovrebbe inoltre aiutare gli investitori a realizzare una propria valutazione del rischio di credito, contribuendo così a una maggiore pluralità del settore del rating.

Nel quadro del pacchetto legislativo la Commissione analizzerà inoltre la situazione del mercato del rating e presenterà al Parlamento europeo e al Consiglio una relazione sull'opportunità di sviluppare uno speciale sistema europeo per la valutazione della qualità creditizia dei debiti sovrani. Entro il 31 dicembre 2016 la Commissione si impegna, infine, a presentare una relazione sull'opportunità e sulla possibilità concreta di istituire un'agenzia di rating del credito europea preposta alla valutazione del merito creditizio del debito sovrano degli Stati membri e/o una fondazione europea di rating del credito per tutti gli altri rating del credito.

L'obiettivo è dunque quello di qualificare a fini di tutela, non di assumere il fenomeno nella sfera pubblica rifondandone la legittimazione su basi diverse da quelle di mercato: in tal senso gli interventi di riforma vanno nella giusta direzione, anche se permangono aree fortemente problematiche, come emerge con chiarezza ove lo stesso quadro normativo sia analizzato nella prospettiva dell'affidabilità dei giudizi di *rating* o in quello della responsabilità delle agenzie.

3.6. La possibilità di costituire un'agenzia di rating europea

L'esigenza di costituire un'agenzia nazionale nasce dalla necessità di superare l'oligopolio delle tre sorelle.²⁰⁹

Diverse voci si sono levate a questo proposito da tutta Europa per protestare contro l'operato delle agenzie globali. Secondo Alcuni,²¹⁰ sarebbe opportuno la costituzione di un'agenzia europea che tenga conto non soltanto degli aspetti

²⁰⁹ Un'altra interessante proposta arriva dalla Roland Berger Strategy Consultant, guidata dal finanziere tedesco Roland Berger, la quale si sarebbe già impegnata per raccogliere 300 milioni di euro tra banche europee e svizzere per costituire un'agenzia europea.

²¹⁰ In tal senso si sono espressi il governatore della BCE Mario Draghi, la cancelliera tedesca Angela Merkel e gli organi politici di diversi paesi membri dell'Eurozona, tra cui il Senato italiano.

finanziari di un paese, ma anche dello stato della sua economia reale e del suo tessuto industriale e produttivo.²¹¹

Questa agenzia, dovrebbe avere caratteristiche di indipendenza, trasparenza ed efficienza stabiliti dai criteri di Basilea II finalizzati alla costruzione di una piattaforma online aperta a tutte le agenzie di rating,²¹² sulla scia dell'esperienza asiatica.

Tuttavia, da più parti avanzano dubbi e perplessità circa la costituzione di tale agenzia se non addirittura contrarietà.²¹³ Anche alcune fonti della commissione UE si sono espressi in tal senso, definendo tale progetto assai costoso e pertanto in contrasto con il clima di austerità che la crisi impone.²¹⁴

La struttura, se approvata, potrebbe ricalcare quella delle agenzie nazionali asiatiche che contemperano l'efficienza di strutture private ma con quel carattere pubblico tipico delle autorità di vigilanza ovvero essere improntata ad una funzione esaminatrice e regolatrice, senza ovviamente emanare regolamenti al pari di altre istituzioni (quali BCE, Commissione europea,...).

Alcune difficoltà potrebbero nascere dalle forti disomogeneità di carattere economico e culturale all'interno dell'Unione: che criteri andrebbero seguiti per nominare i membri del *board* direttivo? E' giusto che gli stati pesino tutti in egual misura all'interno di questa agenzia. In termini economici la risposta risulta essere

²¹¹ <http://www.ilsole24ore.com/art/notizie/2012-03-07/serve-agenzia-rating-europea-151839.shtml?uclid=AbagEy3E>

²¹² Thierry Philipponant, Segretario Generale di Finance Watch, avrebbe denunciato una certa costrizione nei confronti degli investitori stessi e per tali motivi proposto di togliere ogni riferimento ai rating dalla regolamentazione per restituire loro, il ruolo di mere opinioni. L'investitore dunque potrebbe avvalersi dei rating per operare i propri investimenti ma non dovrebbe essere obbligato a farlo. Tale proposta presenta senz'altro delle ambiguità, poiché il problema deriva proprio dal fatto che il fenomeno del rating necessita di essere regolamentato e pertanto risulta difficile condividere un'opinione che lo vorrebbe svincolato dalla regolamentazione finanziaria.

²¹³ Fabrizio Goria, nel suo articolo *L'agenzia di rating europea rischia di essere un nuovo spreco*, apparso su "LINKIESTA" denuncia il rischio che la nuova agenzia si tramuti in uno spreco in quanto definisce insufficienti i 300 milioni di euro che Roland Berger dovrebbe raccogliere per costituire l'agenzia europea, stimando la necessità di un budget superiore.

²¹⁴ Al fine di costituire un'agenzia europea occorrerà fare un'analisi approfondita per rispondere a molteplici domande, quali:- quante risorse impiegherà questo progetto? Sarà sostenibile a fronte dell'emergenza di fondi e di liquidità nella quale imperversa l'Eurozona?;- La creazione dell'agenzia europea semplificherà o complicherà i processi di rating (sia a livello comunitario che internazionale); - Questa agenzia rispetterà veramente i parametri di indipendenza, trasparenza, attendibilità ed efficienza?; - Sarà in grado di competere con le tre agenzie globali e con le agenzie nazionali asiatiche? Riuscirà ad abbattere l'oligopolio nel mercato dei rating?.

molto difficile: se si avvalorasse una tesi positiva, molti paesi (quali Germania, Francia e Italia, che assieme costituiscono circa il 70% del PIL europeo) potrebbero trovare ingiusta tale parità di trattamento che li equipara alla Grecia e Portogallo; lo studioso del diritto potrebbe invece obiettare che l'uguaglianza dei paesi, costituisce uno dei principi fondanti dell'Europa. Peraltro, in termini culturali, si dovrebbe prendere in considerazione, un potenziale conflitto di interesse, e questo su due profili: il primo esterno all'UME, il secondo interno.

Quanto a quello esterno, un'agenzia nazionale europea, potrebbe trovarsi in imbarazzo a declassare un paese membro, quand'anche questo se lo meritasse. Per garantire un buon funzionamento, invece, l'agenzia europea dovrà limitarsi a sostenere l'Europa contro le possibili speculazioni e soprusi del trinomio S&P, Moody's e Fitch, astenendosi da ogni valutazione che possa avvantaggiare indebitamente i paesi membri.

Quanto al profilo interno, cosa accadrebbe per esempio se Italia e Germania si pronunciasse per un eventuale declassamento della Francia o della Spagna? Tali problemi derivano principalmente dal persistere di forti identità nazionali in seno ai paesi membri; tali resistenze, a ben vedere, si prospettavano anche per la costituzione della UE e dell'UME, dell'ONU, della NATO, dell' FMI e di altre istituzioni transnazionali.

Quanto, infine, alla competitività di questa nuova agenzia, a sostegno potrebbero considerarsi le due esperienze europee (la costituzione della UE e dell'UME) le quali non possono non essere considerate come dei successi; in particolare, la competitività sarebbe data dalla partecipazione di tutti gli stati membri dell'Eurozona, nonché dal supporto dell'Unione Europea stessa.

3.7. Considerazioni conclusive

Il vivo dibattito che, a livello internazionale, riguarda le agenzie di *rating* è senza dubbio condizionato dalla condivisa certezza che il loro operato abbia fortemente contribuito ad inasprire la più grave crisi che le economie occidentali stiano conoscendo da tempi remoti.²¹⁵

I termini della questione sono stati portati ad evidenza da fatti ormai ben noti, come il fallimento del colosso americano Lehman Brothers che godeva di valutazioni di rating ampiamente favorevoli fino alla vigilia del collasso ovvero il repentino e simultaneo declassamento del rating dei principali Stati dell'eurozona, che ha avuto conseguenze deflagranti per alcune economie europee, costringendo le istituzioni comunitarie ad un faticoso rincorrersi di misure di stabilità e di salvataggio.

Il dato che è emerso con evidenza da queste vicende è che poche agenzie, operanti in condizioni di sostanziale oligopolio esercitano un solido potere di orientamento dei volatili mercati finanziari, sulla base di una reputazione che, nonostante le opache procedure valutative adottate e i malcelati conflitti di interesse, continua a eleggerle più “affidabili” tra tutti gli intermediari finanziari.

La questione potrebbe rimanere confinata ai dibattiti degli economisti o dei sociologi, se non fosse che tra le cause che hanno contribuito ad alimentare siffatto potere, si annoverino le specifiche modalità attraverso le quali i giudizi di rating sono stati giuridicizzati nel corso dei decenni passati negli ordinamenti statunitensi ed europei, in una condizione di immutata, sostanziale irresponsabilità giuridica delle agenzie.

Non casualmente le riforme legislative degli ultimi anni (e quelle ancora oggi in esame) tendono a rafforzare progressivamente forme di vigilanza pubblica sull'operato delle agenzie; ad incrementare la qualità della loro attività, riducendone, al contempo la rilevanza giuridica negli ordinamenti; a ricostruire su

²¹⁵ Il mercato è diventato così complesso che anche chi vi opera professionalmente, malgrado le sue conoscenze specialistiche, non sempre è in grado di arrivare a verifiche o valutazioni soddisfacenti. Grazie anche ai loro apparati, che consentono analisi più approfondite, gli spazi di intervento delle agenzie di rating si sono ampliati malgrado errori di valutazione clamorosi.

più solide basi la responsabilità delle agenzie quali intermediari in grado di orientare e quindi anche di ledere la libertà di scelta degli investitori.

In uno scenario del genere si è reso necessario una rigorosa regolamentazione al fine di correggere i diversi problemi che affliggono l'emissione di rating, contribuendo in tal modo a ripristinare l'efficienza del mercato e la fiducia degli investitori.

In particolare, le principali perplessità riguardano questioni come il conflitto di interessi;²¹⁶ l'attendibilità dei giudizi delle agenzie maggiori e una generale opacità informativa.

La trasparenza informativa è, invero, il *punctum dolens* del settore finanziario dove sono coinvolti una pluralità di interessi.²¹⁷ Del resto, le agenzie di rating vengono sovente viste come *bilance* della asimmetria informativa presente nei mercati economici; è pertanto essenziale che le stesse operino nel rispetto dei principi di integrità, trasparenza, responsabilità e buon governo.²¹⁸

²¹⁶ Si veda al riguardo il cap. II

²¹⁷ Così Michel Barnier, Commissario per il mercato interno ed i servizi: “*I rating hanno un impatto diretto sui mercati e quindi sul benessere dei cittadini europei, non sono affatto semplici pareri; e le agenzie di rating hanno commesso gravi errori in passato. Non possiamo permettere che i rating aumentino ulteriormente la volatilità dei mercati. Le agenzie di rating dovranno operare con maggior trasparenza e rispondere dei loro errori. Mi compiaccio del fatto che la legislazione entri in vigore appena un anno e mezzo dopo la presentazione delle proposte della Commissione. In base alla nuova legislazione le agenzie di rating del credito dovranno essere più trasparenti e responsabili nel valutare gli Stati sovrani. Le nuove norme contribuiranno anche a una maggiore concorrenza nel settore della valutazione del credito, attualmente dominato da un numero ridotto di operatori, e ridurrà l'eccessiva fiducia riposta nel rating dagli operatori dei mercati finanziari. È un passo importante verso il ripristino della stabilità finanziaria e della fiducia nelle istituzioni finanziarie e ci aiuterà ad evitare ulteriori crisi.*”

²¹⁸ In merito, alcuni studi (nonché alcune indagini condotte dalle Autorità di Vigilanza di diversi paesi) hanno evidenziato alcune lacune tecniche nella formulazione dei rating laddove si concentrano per lo più sulla PD (probability of default) anziché sul continuum di rischi che possono colpire gli emittenti (specialmente quelli che operano nel settore finanziario) come il rischio di liquidità. Inoltre sembra che i sistemi di valutazione del rischio di credito delle agenzie di rating si basino eccessivamente su metodologie matematico-statistiche le quali a loro volta si basano (o possono basarsi) su dati inadeguati.

Stando al report del Financial Stability Forum del 2008 è da considerarsi criticabile l'eccessivo peso dato dalle agenzie ai dati storici degli emittenti. Inoltre sembra non esservi stata un'opportuna divisione tra i rating dei prodotti di finanza strutturata e i normali corporate/government bond. Infine ulteriori critiche vengono mosse da un paper del ADBI institute il quale segnala che oltre alle già citate carenze nei sistemi di formulazione del rating, vi sono anche l'insufficiente considerazione di variabili macroeconomiche e di mercato, nonché delle interdipendenze tra le variabili considerate. Per esempio le agenzie di rating avrebbero potuto considerare una variabile macroeconomica come le eccessive dimensioni della finanza rispetto all'economia reale. Una critica interessante, che però mal si concilia con l'ipotesi sostenuta da molti studiosi del rating prociclico. Quindi si dovrebbe scegliere se criticare i rating per il loro eccessivo allineamento alle variabili macroeconomiche o per

Un ulteriore elemento che deve essere considerato, dopo la trasparenza in tutti i suoi aspetti, è quello della libera concorrenza sul mercato: questa è realizzabile solo attraverso una diffusione maggiore di agenzie di rating con il superamento di fatto dell'oligopolio delle "Tre Sorelle" (Standard & Poor's, Fitch e Moody's); a tal fine, sarebbe auspicabile una corretta regolamentazione nell'accesso ai vari mercati che bilanci un sistema selettivo di ingresso con la necessità di permettere al mercato di svilupparsi per creare una concorrenza sana.

Un ulteriore elemento sul quale riflettere è l'indipendenza che rappresenta il punto più a stretto contatto con il tema del conflitto di interessi delle agenzie di rating e della responsabilità che deriva da ciò. E' innegabile, infatti, che le tre maggiori agenzie abbiano un fatturato annuo i cui profitti provengono, in gran parte, da attività di consulenza relativa a strumenti finanziari che saranno successivamente oggetto di valutazione dalle agenzie stesse.

Per evitare potenziali conflitti di interessi, la normativa è intervenuta per garantire delle dinamiche procedurali che separano coloro che svolgono l'attività di consulenza da coloro che successivamente dovranno attribuire un determinato rating; tuttavia, tali regole presuppongono un'applicazione virtuosa da parte delle agenzie che spesso invece, le stesse cercano di eludere. L'indagine sulla responsabilità delle agenzie di rating offre, infine, lo spunto a molti altri profili di indagine analizzati altrove.

Assicurare l'indipendenza e la concorrenza tra le varie agenzie di rating, con un preciso regolamento che ne disciplini l'accesso; garantire la trasparenza informativa sui processi di valutazione degli strumenti finanziari; poter disporre di un forte potere sanzionatorio in caso di violazione delle norme poste a tutela degli investitori e risparmiatori. Questi, dunque, gli obiettivi da raggiungere.

Quanto ai risultati è ancora presto per verificare se l'insieme dei provvedimenti siano in grado di invertire i termini del paradosso segnalato da uno dei maggiori

il fatto che non ne tengono conto. La conciliazione di queste due critiche risulta essere un terreno difficile, tuttavia si potrebbe partire dal distinguere le variabili macroeconomiche reali (come il febbrile ricorso alla finanza strutturata degli ultimi tempi) e le variabili macroeconomiche fittizie, come il sentiment di mercato: distinguere dunque tra variabili macroeconomiche alle quali è opportuno dar credito da quelle che vanno invece vagliate da un'attenta selezione. (Si v. Siegfried Utzig, *The Financial Crisis and the Regulation of Credit Rating Agencies: a European Banking Perspective*, ADBI Working Paper No. 188, January 2010, p. 4).

studiosi americani della materia, F. Partnoy, il quale già un decennio fa evidenziava come le agenzie di *rating* avessero visto crescere in misura esponenziale il proprio potere di mercato, senza che ciò fosse realmente riconducibile ad un'aumentata qualità dei propri giudizi, il cui valore informativo era al contrario decresciuto nel tempo. In tale prospettiva, l'attività del rating è andata assumendo un ruolo diverso, creando confusione e disagio: da una parte ci sono soggetti privati, con fini di lucro, che ricavano i loro utili da rating che emettono a richiesta contro corrispettivi a carico della parte; dall'altra ci sono gli Stati, enti sovrani che svolgono attività economiche con finalità diverse da fini di lucro. O almeno dovrebbero.²¹⁹

²¹⁹ E' notizia recente che l'agenzia di rating americana Standard & Poor's ha abbassato il rating dell'Unione Europea, portandolo dal precedente massimo valore di AAA all'attuale valore di AA+. Questo declassamento ha suscitato grande sorpresa sia a livello europeo che all'interno dei singoli stati. Accanto a questo giudizio, tuttavia, l'*outlook* resta stabile e il giudizio di breve termine rimane parimenti confermato. In realtà l'Unione Europea si trova a rischio di un declassamento fin dal mese di gennaio 2012, quando l'agenzia americana ha per la prima volta rivisto l'*outlook* dell'Europa in negativo. Di conseguenza, nei mesi successivi anche molti paesi dell'Unione hanno visto ridursi il proprio rating a giudizio degli esperti americani in modo tale che al momento solo sei paesi dell'intera Eurozona hanno conservato la tripla A da parte di Standard & Poor's. Non c'è dubbio che il «downgrade» dell'agenzia di rating americana sia un giudizio più politico che economico. Perché la Ue non agisce sui mercati, non ha debiti, e ha un bilancio perfettamente in pareggio. Del resto, S&P non lo nega affatto: è la «coesione allentata» tra i 28 Paesi europei la ragione principale della valutazione. Ragione che pesa più del fatto che ormai solo cinque di loro, caduta il 29 novembre anche l'Olanda, mantengono la famosa «tripla A»: Germania, Finlandia, Lussemburgo, Svezia e Danimarca.

Bibliografia

- AA.VV. Rivista di diritto, economia e finanza, Scritti in onore di Francesco Capriglione, 2010 Cedam
- Abbott K.W., Kehoane R., Moravcsik A., Slaughter A.M., Snidal D., The concept of legalization, *International Organization* 54, 3, Summer 2000
- Advance, Analisi di bilancio, valutazioni, rating e simulazioni, terza edizione, 2002 IPSOA
- AIAF, Crisi Finanziaria: le proposte dell'AIAF, 2009
- Amato P., La responsabilità da prospetto informativo, in *Magistra — banca e finanza*, 2 luglio 2001
- Anicchiarico A. e Delzio M., Vivere senza rating? E' possibile, ce lo ha insegnato Lehman, *Il sole* 24 ore, 2009
- Aquaro G., Prospetto informativo e responsabilità da informazioni inesatte, in *Studium Iuris* 2001
- Associazione Bancaria Italiana, Basilea 2, Guida per le piccole e medie imprese, Bancaria Editrice, 2005 Roma
- Associazione Bancaria Italiana, Conoscere il Rating: come viene valutata l'affidabilità delle imprese con l'Accordo di Basilea, Bancaria Editrice, 2010 Roma
- Bacciardi M., Lo strano caso delle società di rating, 2009 IBL Briefing Paper
- Banner C.E., Behr P., Guttler A., Do unsolicited ratings contain a strategic rating component? (2008), www.frankfurtschool.de/content/eu/fipema/research/publications.html
- Banner C.E., Behr P., Guttler A., Rating opaque borrowers: why are unsolicited ratings lower? (2009), <http://hdl.handle.net/10419/30175>
- Barcellona M., Mercato mobiliare e tutela del risparmio, Giuffrè, Milano, 2009
- Becker B., Milbourn T., Reputation and competition: evidence from the credit rating industry, 2009 Harvard Business School
- Benedetti A., Certezza pubblica e "certezze" private. Poteri pubblici e certificazioni di mercato, Giuffrè, Milano, 2010

- Benedetti A., Le agenzie di rating tra crisi dei modelli di mercato e criticità dei processi di regolamentazione su www.costituzionalismo.it del 30/10/2012
- Bhidè A., *A Call for Judgment*, 2010 Oxford University Press
- Bocca E., *Titoli di stato, obbligazioni e rating*, B&I Consultino, Consulenza finanziaria e patrimoniale, 6 Ottobre 2008.
- Boccia F., Nigro M., *La Finanza Innovativa, Boc, Bop, Bor, Swap e mutui: costi e opportunità per non sbagliare investimento*, Ed. Il Sole 24 Ore, 2002
- Bonifazi A. e Troise G., *Basilea 2: leve di governo del rating bancario*, 2007 IPSOA
- Busnelli F.D., *Itinerari europei nella “terra di nessuno tra contratto e fatto illecito”: la responsabilità da informazioni inesatte*, in Busnelli F.D., Patti S., *Danno e responsabilità civile*, Torino, 2003
- Cafaggi F., *La responsabilità del professionista*, in *Digesto civ.*, XVII, Torino, 1998
- Calandra Buonauro V., *La trasparenza nei servizi bancari di investimento*, *Giur. comm.*, 2008
- Cantor, R. - Packer, S., *Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings*, in *Economic Policy Review*, 1996
- Cappelletto R., Toniolo G., *I sistemi di rating delle banche*, 2004 Phedro consulting
- Caridi V., *Danno da informazione finanziaria e responsabilità civile (a margine di un caso francese)*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 3 2008
- Carlini A., *Agenzie di rating al bivio: evolversi o morire*, *Libero Mercato*, 15 Gennaio 2009
- Carlini V., *Basilea 2, il rating e gli effetti sulle imprese*, 2005 Area Fisco e Diritto d'impresa, Confindustria
- Cassese S., *Gamberetti, tartarughe e procedure. Standard globali per i diritti amministrativi nazionali*, *Rivista Trimestrale Diritto Pubblico*, 2004
- Castronovo C., *La relazione come categoria essenziale dell'obbligazione e della responsabilità contrattuale*, in *Europa e Diritto Privato*, 2011
- Cendon P., *Commentario al Codice Civile artt. 2325 – 2362* Giuffrè, Milano, 2011
- Cerretelli A., *Rating, parte il controllo europeo*, *Il sole 24 ore*, 24 Aprile 2009

- Coppola F.S. e Carreras C., Il finanziamento degli investimenti locali: gli strumenti e il loro utilizzo, in AA.VV., *La finanza Locale in Italia* Franco Angeli, 2009
Milano
- Costi R., Enriques L., Il mercato mobiliare, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da Cottino G., Cedam, Padova, 2004,
- Crawford J., Hitting the Sweet Spot by Accident: How Recent Lower Court Cases Help Realign Incentives in the Credit Rating Industry, in *Connecticut Law Review*, vol. 42, 2009
- D'Alfonso G., Responsabilità da prospetto informativo, tutela dell'investitore. Differenze tra l'ordinamento tedesco e Italiano, *Economia e diritto del terziario*, 11, 2003
- Daniels K. e Ejara Demissew D., Impact of information asymmetry on municipal bond yields: an empirical analysis, *American Journal of Economics and Business Administration*, 23 Marzo 2009
- Daveri F., L'economia italiana dopo Lehman Brothers, *La Voce Finanza*, 2009
- De Bellis M., La nuova disciplina europea delle agenzie di rating in *Giornale di diritto amministrativo* 5/2010
- De Vitis T., Le società di rating, in Ferro Luzzi P., *La cartolarizzazione*, commento alla legge n.130/99, Giuffrè Milano 2005
- Deats C., Talk that isn't cheap: does the first amendment protect Credit Rating Agencies' Faulty methodologies from regulation?, in *110 Colum. Law Review* 1818, November 2010
- Dittrich F., *The Credit Rating Industry: Competition and Regulation*, Università di Colonia Dipartimento di Economia, 2007
- Eisen M., Haftung und Regulierung internationaler Rating-Agenturen, *Frankfurter Wirtschaftsrechtliche Studien*, 84 2007
- ESMA, Draft RTS on the assessment of compliance of credit rating methodologies with CRA Regulation", 22 December 2011, /2011/462.
- Facci G., Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte, *Contratto e impresa*, 2008
- Facci, G., *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, Zanichelli, Bologna, 2009

- Facci, G., Il rating e la circolazione del prodotto finanziario: profili di responsabilità in Responsabilità civile e previdenza, 2007
- Fava L., Una possibile alternativa alle agenzie di rating: il Mercato, IBL 2009
- Fender I. e Hördahl P., Quadro generale degli sviluppi: mercati nuovamente colpiti dai timori per le esposizioni creditizie, Rassegna trimestrale BRI, Dicembre 2007.
- Fernandez De Araoz A., La Corte de Apelaciones de Paris de 30 junio de 2006 en el asunto in An VMH/Morgan Stanley”, in Revista de derecho Bancario y Bursatil, 2007
- Ferrarini G., La responsabilità da prospetto, in Quaderni di giurisprudenza commerciale, 78, Milano, 1986
- Ferri G, Lacitignola P., Le agenzie di rating. Tra crisi e rilancio della finanza globale, Mulino 2009 Bologna
- Fitch Ratings, Bank Nederlandse Gemeenten, November 2007
- Fitch Ratings, Caisse des Depots et Consignation, November 2006
- Fitch Ratings, Depfa Bank plc, December 2007
- Fitch Ratings, Instituto de Credito Oficial, December 2007
- Fitch Ratings, International Rating Methodology for Local and Regional Governments
- Freeman L., Who’s Guarding the Gate? Credit Rating Agency Liability as Control Person in the Subprime Credit Crisis, in Vermont Law Review, vol. 33
- Fusaro A., Rating finanziario e responsabilità nei confronti dell’emittente, in Contratto e Impresa, 2012
- Galgano, F., Le antiche e le nuove frontiere del danno risarcibile, in Contratto e impresa, 2008
- Galgano, F., Diritto civile e commerciale, vol. 2, tomo II, Padova, CEDAM, 200
- Gasparini Casari V., Le agenzie di rating, in rivista Il diritto dell’economia, vol. 24, fasc. 3/4-2011
- Gazzetta Ufficiale dell’Unione Europea, Comunicazione della Commissione sulle agenzie di rating del credito, 2006.

- Giannini M.S., Alla voce attività amministrativa in Enciclopedia del Diritto Giuffrè, Milano
- Giudici P., La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari , Milano, Giuffrè, 2008
- Gomellini M., Gli scandali dei mercati finanziari, l'attività di rating e i modelli di prevenzione dei reati Diritto banca e mercati finanziari, 2004
- Greco F., Informazione pre-contrattuale e rimedi nella disciplina dell'intermediazione finanziaria, Milano, 2010
- Grundfest J. A., Petrova E., Buyer owned and controlled rating agencies: A summary introduction. Securities and Exchange Commission <http://www.sec.gov/comments/4-579/4579-10.pdf> 2009.
- Hill C.A., Regulating the Rating Agencies, Washington University Law Quarterly, 82, 2004
- Hunt J. P., Credit Rating agencies and the “Worldwide crisis”: the limits of reputation, the insufficiency of reform, and a proposal for improvement, Columbia B. Law Review, vol. 1, 2008
- Husisian G., What Standard of Care Should Govern the World’s Shortest Editorials? Cornell Law Review, 1990
- Infriccioli R., La responsabilità delle società di rating nelle operazioni di cartolarizzazione, in Mondo Bancario, 2008
- Kormos B.J., Quis custodiet ipsos custodies? Revisiting Rating Agency Regulation, disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=1085132>
- La Monica E., Informazione e mercati finanziari. Il rating, Università degli studi di Genova, 2005
- Langhor H., Langhor P., The Rating Agencies and Their Credit Ratings, Chichester, Wiley, 2008.
- Lemke R., Haftungsrechtliche Fragen des Ratingwesen-ein Regelungsproblem?, Frankfurter wirtschaftsrechtliche Studien. Bd. 33 2000.
- Linciano N. (2004), L’impatto sui prezzi azionari delle revisioni dei giudizi delle agenzie di rating. Evidenza per il caso italiano, in Quaderni di Finanza, n.57, CONSOB Liuc Paper n.244, gennaio 2012

- Lucchini Guastalla E., Falsità del prospetto informativo, danno agli investitori e responsabilità civile della Consob, nota a App. Milano 21 ottobre 2003, in Nuova giurisprudenza civile commentata, 2004
- Maltoni A., Il conferimento di potestà pubbliche ai privati, Giappichelli, Torino, 2005
- Mancinelli L., L'assegnazione di rating da parte delle agenzie: significato, implicazioni e particolari aspetti critici, in Bancaria, 2005
- Mans J., Rating risk after the subprime mortgage crisis: a user fee approach for rating agency accountability, North Carolina Law Review, Forthcoming 2008
- Marenghi E. M., Le politiche del territorio, in Il Governo locale oggi, Manuale Anciform (a cura di E. Balboni, E. M. Marenghi, A. Piraino) 1999
- Marenghi E. M., Procedimento di differenziazione e norma statutaria: La teoria dell'autonomia locale tra "essere" e "avere", Procedimenti e processualprocedimento Cedam Padova 2009
- Marenghi E. M., Il sistema amministrativo locale, in Trattato di diritto amministrativo, diretto da G. Santaniello, Padova, 1994
- Marenghi E. M., Interesse esclusivamente locale e programmazione amministrativa infraregionale, Napoli, 1977
- Marenghi E. M., La delega di funzioni nel quadro dei rapporti tra regioni ed enti locali nel nuovo diritto, in Foro Amm., 1977
- Marenghi E. M., Procedimenti e processualprocedimento Cedam Padova 2009
- Marenghi E.M., L'autonomia locale tra decentramento e federalismo, Gentile, 2002
- Marenghi E.M., Il diritto ai tempi della crisi: La regolazione possibile in Amministrazione e nuovo diritto, Ed. Gutenberg 2012
- Marianello, M., La responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti dei terzi risparmiatori, in Responsabilità Civile, 2008
- Maris P., The regulation of credit rating agencies in the US and Europe: historical analysis and thoughts on the road ahead, disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=1434504>
- Mazzoni A., Osservazioni in tema di responsabilità civile degli analisti finanziari, in AGE, 2002

- Meola A., Antonelli R., *Strategia finanziaria e finanza innovativa nell'ente locale*, Maggioli Rimini 2008
- Meola A., *Pubblica Amministrazione e credito: strumenti finanziari innovativi per lo sviluppo*, Forum PA, Roma 2004
- Moody's Investor Service, *Analysis, Municipality Finance plc* 2006
- Moody's Investor Service, *Depfa Bank plc*, december 2011
- Moody's Investor Service, *Gli enti locali: il punto di vista di un'agenzia di rating*, 1998
- Moody's Investor Service, *International Rating Methodology for Local and Regional Governments Outside the US*, 2007
- Muscettola M. , *Come migliorare il rating*, 2007 Franco Angeli
- Mutti A., *Le inerzie della fiducia sistemica*, in *Rassegna Italiana di Sociologia*, 2004
- Onado M., *Imprese, banche, agenzie di rating nella crisi del terzo millennio*, in AA.VV., *Mercati finanziari e sistema dei controlli*, Milano, 2005
- Pagano, M. Volpin, P., *Credit Ratings Failures and Policy Options*, in *Economic Policy*, vol.42, 2010
- Palmieri M., *Agenzie di rating e concorrenza*, *La Voce, Finanza*, 2008.
- Parmeggiani F., *I problemi regolatori del rating e la via europea alla loro soluzione*, in *Banca impresa società.*, 29, 2010
- Parrillo G., *Rating interni e controllo del rischio di credito*, 2004 *Direzione Risk Management*, BNL
- Partnoy F., *The Siskel and Ebert of Financial Markets?: Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies*, in *Washington University Law Quarterly*, Vol. 77, n. 3, 1999, 619 ss.
- Pellegrini M., *Brevi note sulla vexata quaestio dei bonds argentini* Banca borsa tit. cred. 2005
- Perrone A., *Le agenzie di rating*, in Balzarini P., Carcano G., Ventruzzo M., (a cura di), *La società per azioni oggi*, Milano, 2007
- Perrone A., *Le società di rating* in *Rivista delle società* a cura di Guido Rossi "La società per azioni oggi". *Atti del convegno internazionale di studi Venezia*, 10/11 novembre 2006 Milano – Giuffrè 2007

- Pianesi L., Le agenzie di rating tra privatizzazione di funzioni pubbliche e opinioni private “geneticamente modificate”, in Riv. Trim. dir. Pubbl., 2011;
- Picardi L., Il rating fra crisi e riforma dei mercati finanziari, in Rivista di Diritto Civile, 2009
- Pinelli C., L'incontrollato potere delle agenzie di rating su www.costituzionalismo.it dell'1/06/2012 fasc. 2
- Pinto A.R., Control and Responsibility of Credit Rating Agencies in the United States, in American Journal of Comparative Law, vol. 54, 2006
- Portes R., La malattia incurabile del rating, «Affari & Finanza», 2008 La Repubblica
- Pottino S., Gli analisti finanziari e le agenzie di rating, in Le nuove regole del mercato finanziario, in Galgano F. e Roversi-Monaco F., (a cura di) Trattato di diritto commerciale, diretto da Galgano F., Padova, 2009
- Presti G., Le agenzie di rating: dalla protezione alla regolazione, Vita e Pensiero Milano, 2009
- Rebora G., Un decennio di riforme. Nuovi modelli organizzativi e processi di cambiamento delle amministrazioni pubbliche, Guerini e associati, 1999 Milano.
- Ricci M., Vivere senza Standard&Poor's ecco regole e prassi da cancellare, Repubblica.it, http://www.repubblica.it/economia/2012/01/18/news/vivere_senza_agenzie_rating-28337405/
- Richter M., Die Verwendung von Ratings zur Regulierung des Kapitalmarkts : Eine vergleichende Untersuchung nach US-amerikanischem und deutschem Recht Peter Lang Verlag, Frankfurt/Main 2008
- Rodford M., Cartolarizzazione dei crediti e tutela del risparmio, in Società, 2000,
- Rodorf M., Importanza e limiti dell'informazione ai mercati finanziari, in Giur. comm., I, 2002
- Roppo V., Afferni R., Dai contratti finanziari al contratto in genere: punti fermi della Cassazione su nullità virtuale e responsabilità precontrattuale. Per Cass. S.U., 19 dicembre 2007, n. 26725 in Mondo giudiz., 2008

- Sacco Ginevri A., Le società di rating nel regolamento CE n. 1060/2009: profili organizzativi dell'attività, in *Nuove Leggi Civili Commentate*, 2010
- Salvi A., Dallochio M., Le modifiche del rating influenzano il comportamento degli investitori?, in *Economia e management*, 2006
- Sanna P., La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori, *ESI Napoli*, 2011
- Saponaro M., Il danno da rating: se e come le agenzie sono tenute a rispondere, in *Danno Resp.*, 2, 2013
- Sartori F., *Informazione economica e responsabilità civile*, CEDAM Padova, 2011
- Scaroni C., La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori, *Contratto e Impresa*, 2011
- Shiller, R. J., *Euforia Irrazionale – Analisi dei Boom di Borsa* (tit. orig. *Irrational Exuberance*, Princeton, Princeton University Press, 2000.), Bologna, Il Mulino, 2000
- Sinde Monteiro J.F., *Responsabilidade por conselhos, recomendacoes*, Coimbra, 1989
- Sirianni G., Il rating sovrano, *Costituzionalismo*, 2, 2012
- Skreta V. e Vedldkamp L., Ratings shopping and asset complexity: A theory of ratings inflation, *Journal of Monetary Economics*, Elsevier, vol. 56(5), 2009.
- Standard & Poor's, *Municipality Finance plc Credit Researc Report*, 2006
- Standard & Poor's, *New Italian covered bond law allows for ratings higher than issuing bank*, 2009
- Taccani I., Danno da informazione economica: sistema tedesco e sistema italiano a confronto, in *Contratto e Impresa Europa*, 2001
- Utzig S., *The Financial Crisis and the Regulation of Credit Rating Agencies: a European Banking Perspective*, ADBI Working Paper No. 188, January 2010
- Valentini S., *Precisazione sul munus publicum* in *Scritti in onore di Massimo Severo Giannini Giuffrè Milano* 1988
- Van Roy, Is there a difference between solicited and unsolicited ratings and if so, why?, *NBB, Working paper n.79*, February 2006

- Vella F., Crisi finanziarie e controlli: sbagliando s'impara, *La Voce, Finanza*, 18 Aprile 2008.
- Vella F., Un rating per i diritti, *La Voce*, 2008.
- Vella F., *Capitalismo e Finanza*, Il Mulino, 2011.
- Vlassis, G. P., Liability for Misstatement by Credit-Rating Agencies , in *Virginia Law Review*, vol. 43, 1957
- Von Schweinitz, O., *Rating Agencies. Their Business, Regulation and Liability under US, UK and German Law* , Bloomington, IN, Unlimited Publishing, 2007
- White Lawrence J., A new law for the Bond Rating Industry, «*New York University Law and Economics Research Paper*» n. 07-09, 2007
- White Lawrence J., The credit rating agencies: understanding their central role in the subprime debacle of 2007-2008, *Stern School of Business New York University*, 2009
- Zanobini G., L'esercizio privato delle funzioni e dei servizi pubblici in *Trattato di Diritto Amministrativo Italiano*, a cura di V. E. Orlando, 1924
- Zingales L., *Causes and effects of the Lehman Brothers bankruptcy*, United States House of Representatives, 2008