

# RIVISTA DI DIRITTO CIVILE

FONDATA E RETTA DA

**WALTER BIGIAVI**

(1955-1968)

E DA

**ALBERTO TRABUCCHI**

(1968-1998)

DIREZIONE

**C. MASSIMO BIANCA FRANCESCO D. BUSNELLI**

**GIORGIO CIAN ANGELO FALZEA GIOVANNI GABRIELLI**

**ANTONIO GAMBARO NATALINO IRTI GIUSEPPE B. PORTALE**

**ANDREA PROTO PISANI PIETRO RESCIGNO RODOLFO SACCO**

**VINCENZO SCALISI PIERO SCHLESINGER**

**PAOLO SPADA VINCENZO VARANO**

REDATTORE CAPO

**VITTORIO COLUSSI**



**CEDAM**

**CEDAM - CASA EDITRICE DOTT. ANTONIO MILANI**

**P A D O V A**

LUCIA PICARDI

Prof. ass. dell'Università «Federico II» di Napoli

## IL *RATING* FRA CRISI E RIFORMA DEI MERCATI FINANZIARI

SOMMARIO: 1. La funzione delle agenzie di *rating* nel mercato finanziario: loro idoneità a valutare il merito di credito degli emittenti, anziché la redditività economica dell'investimento. Differenze rispetto alla funzione degli analisti finanziari e dei consulenti in materia di investimenti in strumenti finanziari. — 2. Le agenzie di *rating* quali *gatekeepers* degli strumenti finanziari destinati agli investitori. La loro capacità di contribuire a ridurre le asimmetrie informative esistenti nel mercato finanziario, ovvero di operare quali « intermediari dell'informazione ». — 3. Ulteriore funzione svolta dalle agenzie di *rating* nell'ambito della contrattazione privata e della regolamentazione: a) le lettere di *rating* quale *benchmark* della qualità del credito e la presenza di vincoli basati sul *rating* nei contratti di prestito, nei *bond covenants* e in altri accordi finanziari; b) l'incidenza della regolamentazione sulla domanda di *rating* ed il ruolo « quasi regolamentare » delle agenzie di *rating*. — 4. L'assenza di un'organica disciplina del *rating*. L'esistenza negli Stati Uniti di forme minimali di controllo pubblico fondate sul riconoscimento ufficiale delle agenzie di *rating* rispondenti a determinati requisiti. Il caso delle « *Nationally Recognised Statistical Rating Organizations* » (NRSROs). L'istituzione di tale categoria ad opera della SEC quale vera e propria barriera all'ingresso e la struttura oligopolistica del mercato del *rating*. — 5. L'emersione delle carenze nei metodi e nei modelli utilizzati dalle agenzie di *rating* in occasione della recente crisi legata alle vicende dei mutui *subprime*. — 6. Il dibattito sull'idoneità di un intervento pubblico di vigilanza a risolvere le principali questioni sollevate dalle agenzie di *rating*: a) la scarsa trasparenza ed « *accountability* »; b) il conflitto di interessi derivante dalle tecniche di finanziamento delle agenzie di *rating*, nonché dall'offerta da parte delle stesse di servizi di consulenza ed accessori; il c.d. « *unsolicited rating* ». — 7. *Segue*: la necessità di garantire un quadro comune e le iniziative a livello comunitario: il Regolamento in corso di approvazione. — 8. L'inadeguatezza del *rating* ad orientare in modo determinante le decisioni di investimento. La sussistenza di una limitata correlazione fra la valutazione del merito di credito ed il prezzo degli strumenti finanziari emessi. — 9. Le difficoltà connesse ad un'eventuale responsabilità delle agenzie di *rating* per il danno subito dagli investitori e la conseguente ricerca di ulteriori strumenti di tutela.

1. — Il tema del ruolo e della credibilità dell'operato delle agenzie di *rating* è divenuto di scottante attualità a seguito della serie di scandali che hanno scosso nell'ultimo decennio il sistema finanziario sino a giungere all'odierno periodo di crisi, intrecciandosi con questioni assai dibattute nella dottrina commercialistica, non soltanto italiana, e sollecitando in varie sedi diverse iniziative di regolamentazione.

Come emergerà più chiaramente nel prosieguo della trattazione, è particolarmente critico il problema dell'idoneità delle agenzie di *rating* a svolgere effettivamente la funzione di « cani da guardia » degli emittenti e, più in generale, di contribuire all'efficiente funzionamento del mercato finanziario.

Per introdurci più agevolmente all'argomento, appare consigliabile iniziare l'analisi con una sommaria ricognizione dell'attività svolta dalle agenzie di *rating*. Queste ultime sono chiamate a valutare il merito di credito di determinati strumenti finanziari — principalmente titoli rappresentativi di capitale di credito <sup>(1)</sup>, ivi compresi i derivati sugli stessi — o degli emittenti tali strumenti finanziari. Più esattamente, le valutazioni delle agenzie di *rating* hanno ad oggetto il rischio che il rimborso del capitale o il pagamento degli interessi non avvengano affatto, oppure non avvengano integralmente alla scadenza fissata.

Il risultato di siffatta valutazione si riflette nell'assegnazione di un *rating*, sulla base di un semplice sistema di gradazione del merito di credito: vale a dire, da AAA (nel linguaggio comune, il miglior *rating* possibile) a DDD (il peggiore), con varie configurazioni intermedie fra questi due estremi: AAA, AAA-, AA+, e così via. Non è inutile precisare che da AAA a BBB- si ha una valutazione di « *investment grade* », mentre al di sotto di BBB- si tratterà di titoli « spazzatura » (*junk*) <sup>(2)</sup>.

---

<sup>(1)</sup> Invero, l'ambito di applicazione dei giudizi delle agenzie di *rating* ha registrato, quanto meno negli Stati Uniti, una grande espansione arrivando ad includere — oltre alle obbligazioni e ad altre categorie di titoli di debito (per la costruzione di un rapporto di specie a genere fra le une e gli altri, intendendosi per « titoli di debito » tutti i titoli negoziabili rappresentativi di un debito pecuniario, Porzio, *La società a responsabilità limitata e il mercato finanziario*, in *R. soc.*, 2004, p. 1190; similmente, SPADA, *L'emissione di titoli di debito nella « nuova » società a responsabilità limitata*, *ivi*, 2003, p. 803), fra i quali le *asset-backed securities*, i *commercial papers* ed i certificati di deposito emessi dalle banche — gli strumenti finanziari derivati, la capacità delle imprese di assicurazione di far fronte ai propri impegni nei confronti degli assicurati, la volatilità del prezzo delle quote di *mutual funds*, le *mortgage-backed securities* e persino la stabilità finanziaria dei paesi esteri. In risposta alla creazione di nuove categorie di strumenti finanziari, le agenzie di *rating* hanno sviluppato nuove metodologie di valutazione ed hanno introdotto variazioni nelle scale di *rating*, soprattutto allo scopo di segnalare se i rischi di mercato, in grado di incidere su un dato strumento finanziario, siano stati o meno oggetto di valutazione: cfr., su questi temi, RHODES, *The Role of the Sec in the Regulation of the Rating Agencies: Well-placed Reliance or Free Market Interference?*, in *Seton Hall Legislation Journal*, vol. 20, 1996, pp. 302 ss.; nonché DITTRICH, *The Credit Rating Industry: Competition and Regulation*, Inauguraldissertation zur Erlangung des Doktorgrades des Wirtschafts- und Sozialwissenschaftlichen Fakultät der Universität zu Köln, June 4, 2007, in <http://ssrn.com/abstract=991821>, pp. 18 s., che identifica, fra l'altro, cinque fattori alla base della crescita dell'industria del *rating* verificatasi a partire dalla fine degli anni settanta del secolo scorso sino ad oggi: i cambiamenti strutturali dei mercati finanziari, con l'aumento del numero dei partecipanti e la sempre maggiore complessità e stratificazione delle strategie di investimento; lo spostamento della domanda di credito dalle banche al mercato dei capitali e la nascita di nuovi complessi prodotti finanziari per effetto, rispettivamente, della « disintermediazione » e della *securitization*; la tendenza di singoli paesi a finanziarsi attraverso il mercato del credito e dei *ratings* esteri a rappresentare, per contro, la base per la valutazione delle imprese locali da parte delle agenzie di *rating*; la diffusione su scala mondiale degli *standards* elaborati nel mercato dei capitali statunitense; l'aumento della regolamentazione fondata sul *rating* sia negli Stati Uniti, sia in altri paesi sviluppati o in via di sviluppo.

<sup>(2)</sup> V., per questi chiarimenti, HILL, *Rating Agencies Behaving Badly: The Case of Enron*, in *Connecticut Law Review*, vol. 35, 2002-2003, p. 1146.

In considerazione di quanto appena detto, può osservarsi che le agenzie di *rating*, non essendo chiamate a valutare la redditività economica di un investimento <sup>(3)</sup>, assolvono ad una funzione nettamente distinta sia da quella degli analisti <sup>(4)</sup>, sia da quella dei consulenti finanziari <sup>(5)</sup>.

Sempre a livello generale, si nota come i giudizi delle agenzie di *rating*, in quanto principalmente fondati sulle informazioni fornite dagli stessi emittenti, non rivestono un grado di attendibilità superiore a quello delle informazioni medesime. Ne deriva, per i profili di maggiore interesse applicativo e sui quali vuole portarsi l'indagine, che il *rating* non copre il rischio di comportamenti fraudolenti dell'emittente <sup>(6)</sup>.

---

<sup>(3)</sup> Anzi, le agenzie di *rating* sono « irremovibili » nel sostenere che le proprie valutazioni non forniscono né la certificazione dell'affidabilità di un dato strumento o obbligazione finanziaria in termini di investimento, né un commento sull'adeguatezza del prezzo di mercato degli stessi (KORMOS, *Quis custodiet ipsos custodes? Revisiting Rating Agency Regulation*, March 22, 2008, in <http://ssrn.com/abstract=1085132>, p. 2; cfr., inoltre, SCHWARCZ, *Private Ordering of Public Markets: the Rating Agency Paradox*, in *University of Illinois Law Review*, 2002, p. 6). Va tuttavia tenuto presente che gli investitori potrebbero essere portati a fare affidamento sul *rating* quale meccanismo predittivo di un certo rendimento o quale indice del rischio di mercato, anziché considerarlo più propriamente una misurazione del solo rischio di credito (cfr., sul problema, RHODES, *The Role*, cit., p. 296). E ciò è dovuto al credito acquisito nel corso del tempo dalle agenzie di *rating*, al punto che i partecipanti al mercato si fidano delle loro valutazioni non perché le ritengano esatte, ma perché provengono da quella che è considerata un'autorevole fonte di giudizio (ROUSSEAU, *Enhancing the Accountability of Credit Rating Agencies: The Case for a Disclosure-Based Approach*, August 2005, in <http://ssrn.com/abstract=797325>, p. 5). Alla luce di questi rilievi, non sorprende del tutto che le agenzie di *rating* abbiano conosciuto anche di recente vicende piuttosto dissimili da quelle degli altri intermediari operanti nel mercato, restando largamente intatte nonostante l'ondata di scandali finanziari, e che le valutazioni del merito di credito siano addirittura diventate « more prominent, important, and valuable » (PARTNOY, *How and Why Credit Rating Agencies Are Not Like Other Gatekeepers*, University of San Diego School of Law, Legal Studies Research Paper No. 07-46, May 2006, in <http://ssrn.com/abstract=900257>, p. 60).

<sup>(4)</sup> Sottolineano la diversità di funzioni degli analisti finanziari e delle agenzie di *rating*, sebbene anche le raccomandazioni dei primi siano talora indicate come *ratings*, WYMEERSCH-KRUTHOF, *Regulation and Liability of Credit Rating Agencies under Belgian Law*, March 31, 2006, Ghent University Financial Law Institute Working Paper No. 2006/05, in <http://ssrn.com/abstract=894820>, p. 1, testo e nt. 1; PERRONE, *Le società di rating*, in AA.VV., *La società per azioni oggi*, Atti del convegno internazionale di studi, Venezia 10-11 novembre 2006, a cura di BALZARINI-CARCANO-VENTORUZZO, 2, Milano 2007, p. 1025; SEIBT, *Finanzanalysten im Blickfeld von Aktien- und Kapitalmarktrecht*, in *ZGR*, 2006, p. 505.

<sup>(5)</sup> La considerazione non è affatto scontata, ma può assumere una portata interpretativa tutt'altro che trascurabile nella difficile ricerca di strumenti normativi capaci, allo stato attuale, di attrarre e di regolare l'attività delle agenzie di *rating*. La difformità di ruoli che separa queste ultime dagli *investment advisers* e la conseguente inidoneità dell'*Investment Advisers Act* del 1940 a fornire una disciplina delle agenzie in questione dotata di una qualche effettività sono diffusamente illustrati da RHODES, *The Role of the Sec*, cit., pp. 329 ss.

<sup>(6)</sup> Per questa constatazione, ricca di implicazioni problematiche e destinata perciò a rivestire un peso significativo nella riflessione sulla capacità delle agenzie di *rating* di rap-

2. — Non vi è bisogno di sottolineare che l'esistenza di *ratings* pressoché universalmente accettati rende più semplice per coloro che investono sul mercato dei capitali valutare il merito di credito di una determinata emissione di strumenti finanziari. D'altro canto, in ragione della diffusa attenzione rivolta dagli investitori ai giudizi da esse formulati, le agenzie di *rating* finiscono per porsi quali *gatekeepers* <sup>(7)</sup> della categoria di strumenti di volta in volta oggetto di investimento.

In questa prospettiva, è lecito sostenere che le agenzie di *rating* concorrono a ridurre lo squilibrio informativo proprio delle operazioni di natura creditizia ed a favorire l'efficiente allocazione delle risorse finanziarie <sup>(8)</sup>. L'affermazione può essere illustrata osservando che il buon esito di un'operazione di emissione di strumenti finanziari destinati al pubblico degli investitori dipende in larga misura dal livello di fiducia che costoro ripongono nel merito di credito di un emittente che pure non conoscono o con il quale non hanno alcuna relazione personale <sup>(9)</sup>.

---

presentare un efficace strumento di protezione dei fornitori di capitale di credito, SCHWARCZ, *Private Ordering*, cit., p. 6; nonché DITTRICH, *The Credit Rating Industry*, cit., p. 11.

<sup>(7)</sup> SCHWARCZ, *Private Ordering*, cit., p. 8. Per la definizione dei « *gatekeepers* », quali intermediari che prestano servizi di verifica e di certificazione di informazioni in favore dell'emittente o degli investitori (attuali o potenziali), impegnando — come si vedrà più avanti — la propria reputazione ed eventualmente il proprio patrimonio, COFFEE jr., *What Caused Enron? A Capsule Social and Economic History of the 1990S*, in *Cornell Law Review*, vol. 89, 2004, p. 279; Id., *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*, Oxford 2006, pp. 2 ss., dove una compiuta indagine intesa a definire il ruolo cruciale dei medesimi, evidenziando come l'affidamento riposto in costoro da parte degli investitori si inserisca in una strategia *ex ante* intesa a rimediare alle asimmetrie informative esistenti in un contesto di *corporate governance*. È appena il caso di ricordare che il termine è utilizzato nella letteratura internazionale con riferimento anche alle società di revisione e alle banche d'investimento (che costituiscono l'esempio classico di *gatekeepers*), agli studi legali, agli analisti finanziari, agli amministratori non esecutivi e persino agli assicuratori della responsabilità civile: v., per questa esemplificazione, FERRARINI-GIUDICI, *Scandali finanziari e ruolo dell'azione privata: il caso Parmalat*, in GALGANO-VISINTINI (a cura di), *Mercato finanziario e tutela del risparmio*, in *Tratt. Galgano*, XLVI, Padova 2006, p. 198 s.

<sup>(8)</sup> Il punto è efficacemente sintetizzato nell'icastica affermazione di WHITE, *The Credit Rating Industry: An Industrial Organization Analysis*, New York University Center For Law and Business Research Paper No. 01-001, in <http://ssrn.com/abstract=267083>, p. 4, secondo cui « *credit rating firms help lenders pierce the fog of asymmetric information that surrounds lending relationship* »; v., pure, KERWER, *Holding Global Regulators Accountable. The Case of Credit Rating Agencies*, School of Public Policy Working Paper No. 11, 2004, p. 9; VETTER, *Rechtsprobleme des Externen Ratings*, in *WM*, 2004, pp. 1702 s.; nonché, nella nostra letteratura, PERRONE, *Le società*, cit., pp. 1025 ss., dove ampi riferimenti bibliografici. Questa posizione trova conferma anche laddove si guardi all'industria del *rating* in chiave diacronica, dal momento che le tre principali agenzie che in essa operano — *Moody's*, *Standard* (divenuta oggi *Standard & Poor*), e *Fitch* — sono nate agli inizi del ventesimo secolo in un momento storico nel quale l'informazione societaria era assai limitata, vendendo i *ratings* direttamente agli investitori sotto forma di manuali (FURCHTGOFF-HAHN-LAYNE FARRAR, *The Law and Economics of Regulating Ratings Firms*, in *Journal of Competition Law and Econ.*, 2006, p. 28).

<sup>(9)</sup> Per una chiara analisi della tematica in discussione, WYMEERSCH-KRUTHOFF, *Regula-*

È quindi di tutta evidenza l'utilità della funzione delle agenzie di *rating* sia per gli investitori sia per gli emittenti.

Sotto un primo profilo, esse forniscono al singolo investitore, che non ha né il tempo né la capacità di verificare e di valutare la qualità degli strumenti finanziari disponibili sul mercato, informazioni semplici ed agevolmente utilizzabili, in grado di aiutarlo a compiere razionali scelte di investimento<sup>(10)</sup>. Conoscendo il rischio di credito connesso ai diversi strumenti l'investitore è indotto, infatti, ad adeguare in modo tendenzialmente semplice ed efficace il portafoglio finanziario alle proprie preferenze in materia di investimento.

Deve anche porsi in luce, del resto, come il *rating* risulti utile agli stessi gestori professionali, in quanto — oltre a fornire un riscontro delle proprie ricerche interne — costituisce la base per accordi contrattuali fra questi ultimi e la propria clientela, diretti a specificare in anticipo i criteri secondo cui orientare le decisioni di investimento. D'altro canto, non è irrealistico ipotizzare che persino i soggetti specializzati nel fornire capitale di credito — si pensi ad intermediari finanziari quali banche, imprese di assicurazione, fondi pensione e società finanziarie — necessitano dell'aiuto delle agenzie di *rating* laddove operino su mercati nuovi o ad essi scarsamente familiari.

Sotto altro aspetto, gli emittenti strumenti finanziari possono impiegare il *rating* come mezzo per « segnalare » agli operatori presenti sul mercato dei capitali la superiore qualità del credito connesso alla propria emissione<sup>(11)</sup>.

---

*tion and Liability*, cit., p. 1. Muovendo dalla configurazione del rapporto di prestito in termini di « *principal-agent relationship* », in cui l'emittente o *agent* solitamente gode di informazioni (*hidden information*) superiori a quelle dell'investitore o *principal*, è agevole convincersi che costui non farà affidamento sulle informazioni fornite dal primo e richiederà un « premio » (ad esempio, sotto forma di tasso di interesse pagato dall'emittente) destinato ad accrescere il costo dell'operazione. Da qui un fenomeno di « selezione avversa », dovuto alla circostanza che gli emittenti con un minore rischio di credito, ma con rendimenti inferiori, potranno non essere in grado di ottenere credito (finendo, col tempo, per uscire dal mercato), e destinato a fare da contraltare a comportamenti di « azzardo morale » da parte degli stessi emittenti, i quali tenderanno ad appropriarsi di risorse dell'investitore attraverso la mancata rappresentazione dei rischi dell'operazione, tanto da impedirne l'efficiente collocazione: cfr., per gli opportuni richiami, PERRONE, *Le società*, cit., pp. 1025 s.; DITTRICH, *The Credit Rating Industry*, cit., p. 9; ROUSSEAU, *Enhancing the Accountability*, cit., p. 8.

<sup>(10)</sup> Cfr., ad es., EBENROTH-DAUM, *Die Rechtlichen Aspekte des Ratings von Emittenten und Emissionen*, in *WM*, 1992, p. 6; nonché, più di recente, LYNCH, *Deeply and Persisted Conflicted: Credit Rating Agencies in the Current Regulatory Environment*, Indiana University Maurer School of Law-Bloomington Legal Studies Research Paper No. 133, April 2009, in <http://ssrn.com/abstract=1374907>, pp. 14 s.

<sup>(11)</sup> Si vuole richiamare, al proposito, la c.d. « *signaling theory* », in base alla quale gli emittenti dotati di una qualità di credito elevata possono comunicare questa informazione agli investitori e ricevere una migliore valutazione dal mercato, mediante azioni non facilmente replicabili dagli emittenti con una qualità di credito più bassa. In tale ottica, il ricorso a specialisti esterni chiamati ad operare nella veste di « intermediari dell'informazione » può rappresentare un metodo più efficace e meno costoso rispetto all'« *underpricing* » dell'emissione (ROUSSEAU, *op. cit.*, p. 9); ed è proprio in questo « effetto di segnalazione » che

Un *rating* elevato, cui corrisponde un rischio inferiore, consente all'emittente non soltanto di collocare i propri titoli anche sul mercato internazionale, ma soprattutto di offrire un tasso di interesse più basso o di chiedere un corrispettivo più alto per l'operazione di emissione, con una complessiva riduzione del costo di raccolta del capitale di credito <sup>(12)</sup>.

Questo effetto si deve, d'altronde, alla possibilità per gli emittenti interessati a dimostrare la migliore qualità della propria emissione di trasmettere informazioni « sensibili » alle agenzie di *rating*, le quali potranno verificarle e valutarle senza doverle comunicare pubblicamente e, soprattutto, senza rivelarle alle imprese concorrenti <sup>(13)</sup>.

rieside il « bene » fondamentale offerto dalle agenzie di *rating* agli emittenti: cfr. DITTRICH, *op. cit.*, pp. 10 s.; nonché RANDOW, *Rating und Regulierung*, in *ZBB*, 1995, p. 144.

<sup>(12)</sup> Si tratta di un postulato di immediata evidenza e perciò largamente condiviso: v., in tal senso, SCHWARCZ, *Private Ordering*, cit., pp. 7 s.; WYMEERSCH-KRUTHOF, *Regulation and Liability*, cit., p. 2; COFFEE jr., *Gatekeepers*, cit., pp. 287 s.; LYNCH, *Deeply and Persistently Conflicted*, cit., p. 15.

<sup>(13)</sup> Cfr., al riguardo, COFFEE jr., *op. loc. cit.*; per un cenno, cfr., pure, DITTRICH, *The Credit Rating Industry*, cit., p. 13, dove ulteriori riferimenti. Non è superfluo sottolineare che negli Stati Uniti le agenzie di *rating* sono esonerate dalla *Regulation Fair Disclosure* (FD), che proibisce la *disclosure* selettiva di informazioni riservate, a condizione che le stesse se ne servano esclusivamente per valutare il merito di credito. E se la giustificazione di tale esenzione può ravvisarsi nell'intento di facilitare e migliorare il processo di elaborazione del *rating*, con benefici sia per gli emittenti, sia per gli investitori, non ci si può però nascondere che in tal modo si arriva a conferire alle agenzie di *rating* una posizione strategica (JORION-LIU-SHI, *Informational Effects of Regulation FD: Evidence from Rating Agencies*, May 2004, in <http://ssrn.com/abstract=556824>). Resta, tuttavia, da indagare, da una parte, se le agenzie medesime traggono sufficiente vantaggio da questo privilegio, dall'altra, se siano in grado di salvaguardare il carattere riservato delle informazioni, richiedendo, ad esempio, agli emittenti di rivedere i *ratings* prima che siano resi pubblici e dotandosi di « *firewalls* » per « isolare » tali informazioni dagli altri settori di attività (C.A. FROST, *Credit Rating Agencies in Capital Markets: A Review of Research Evidence on Selected Criticisms of the Agencies*, June 2006, in <http://ssrn.com/abstract=904077>, pp. 22 s., 12 s.).

È il caso, ancora, di domandarsi, se tale prassi sia da ritenere consentita in ambito comunitario: ed in merito, occorre sottolineare come indicazioni in senso affermativo sembrano provenire dalla Direttiva 2003/125/CE, recante modalità di attuazione del disposto dell'art. 6, par. 5, della Direttiva 2003/6/CE sul *market abuse* e contenente una serie di disposizioni intese a garantire il rispetto dei principi di correttezza e di chiarezza nella presentazione delle raccomandazioni di investimento e nella comunicazione al pubblico dei conflitti di interessi, la quale prevede un'esenzione soggettiva dal proprio ambito di applicazione per le agenzie di *rating*. Il decimo considerando della Direttiva 2003/125/CE statuisce, infatti, che i pareri sulla capacità di credito di un determinato emittente o di un particolare strumento finanziario emessi ad una certa data dalle agenzie di *rating* non integrano una raccomandazione ai sensi della direttiva stessa, pur richiedendo loro di adottare politiche e procedure interne rivolte ad assicurare che i *ratings* di credito da esse pubblicati siano presentati correttamente e che le stesse comunichino al pubblico in maniera adeguata gli interessi rilevanti o i conflitti di interessi in rapporto agli strumenti finanziari o agli emittenti cui i loro pareri si riferiscono (v., sul punto, GOMMELLINI, *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 di titoli risultanti da operazioni di cartolarizzazione di canoni di leasing e della prossima attuazione del Nuovo Accordo di « Basilea 2 »*), in *D.*



Da quanto sin qui esposto dovrebbe risultare chiaro che le agenzie di *rating* agiscono quali « intermediari dell'informazione » fra emittenti ed investitori <sup>(14)</sup>. Ciò posto, si comprende come il *rating* sia considerato alla stregua di un « bene pubblico », dato che la diffusione di contenuti informativi complessi per il tramite di un indicatore facile da comprendere, per un verso, riduce o elimina le duplicazioni nelle quali verosimilmente incorrerebbero gli investitori che pure volessero impegnarsi separatamente in singole ricerche <sup>(15)</sup>, per l'altro, consente ai possessori di modeste quantità di strumenti finanziari di evitare i costi di un'autonoma attività di raccolta, elaborazione e verifica delle informazioni <sup>(16)</sup>.

Tanto premesso, si può intendere che il successo delle agenzie di *rating* è strettamente legato al livello di reputazione raggiunto e mantenuto presso gli investitori <sup>(17)</sup>: costoro, infatti, non possono verificare *ex ante* la « bontà » di

---

*banca e mer. fin.*, 2004, I, p. 603). Tale orientamento è stato, infine, seguito dal legislatore nazionale, il quale — con la l. n. 262 del 2005 (c.d. legge sul risparmio) — ha modificato l'art. 114, comma 8°, T.U.F., come formulato dalla l. n. 62 del 2005 (legge comunitaria 2004), che inizialmente includeva le agenzie di *rating* nella sfera di operatività della normativa sugli abusi di mercato: cfr. PERRONE, *Le società*, cit., p. 1027, nt. 12; sull'evoluzione (assai poco lineare) della cornice regolamentare al cui interno avrebbe « dovuto » trovare collocazione la disciplina delle agenzie di *rating*; PARACAMPO, *L'informativa finanziaria derivata*, Bari 2008, pp. 57, 125 ss.

<sup>(14)</sup> La capacità delle agenzie di *rating* di sviluppare *expertise* ed economie di scala e di rendere informazioni complesse rapidamente ed effettivamente accessibili nel mercato dei capitali, accrescendo così l'efficienza di quest'ultimo (RHODES, *The Role*, cit., pp. 295 s.; RANDOW, *Rating*, cit., p. 144) rappresenta — come meglio vedremo — un imprescindibile punto di partenza nel dibattito sulle finalità e sui mezzi di un possibile intervento normativo in materia. D'altro canto, si avrà modo di evidenziare alcuni aspetti problematici, tali da distinguere il mercato del *rating* dagli altri mercati dell'informazione: COFFEE jr., *Gatekeepers*, cit., p. 283 ss.

<sup>(15)</sup> Giova precisare, del resto, come l'appartenenza delle valutazioni sul merito di credito alla sfera dei « beni pubblici » renda scarsamente plausibile lo svolgimento di un'attività di ricerca da parte degli investitori istituzionali, che pure avrebbero le risorse e le competenze a tal fine necessarie; e ciò a causa della difficoltà di impedire ad altri investitori di trarre benefici da tale attività, senza sopportarne i costi. Immediatamente conseguenziale a quanto si è appena detto, è un problema di azione collettiva suscettibile di condurre ad una sottoproduzione di informazioni: ROUSSEAU, *Enhancing the Accountability*, cit., p. 8.

<sup>(16)</sup> SCHWARCZ, *Private Ordering*, cit., p. 8; WHITE, *The Credit Rating*, cit., pp. 4 s.; COFFEE jr., *Gatekeepers*, cit., p. 283; HILL, *Regulating the Rating Agencies*, in *Washington University Law Quarterly*, vol. 82, 2004, pp. 72 ss.; per una revisione critica della tradizionale giustificazione teorica dell'esistenza delle agenzie di *rating*, fondata sulla convenienza economica di centralizzare in capo a pochi soggetti gli investimenti necessari a raccogliere ed elaborare le informazioni, FIZPATRICK IV-SAGERS, *Faith-Based Financial Regulation: A Primer on Oversight of Credit Rating Organizations*, Cleveland-Marshall College of Law, Cleveland State University Research Paper No. 09-171, March 2009, in <http://ssrn.com/abstract=1375034>, pp. 20 ss.

<sup>(17)</sup> Cfr., fra gli altri, WHITE, *op. cit.*, p. 5; ma per un approccio critico rispetto a tale prospettiva, cfr. PARTNOY, *The Siskel and Ebert of Financial Markets?: Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies*, in *Washington University Law Quarterly*, vol. 77, 1999, pp. 627 ss.



un dato *rating*, ma devono fare affidamento *ex post* sulle informazioni circa le valutazioni del merito di credito elaborate in precedenza. Ed è dalla possibilità di riscontrare una netta correlazione fra tali valutazioni ed i *defaults* realmente accaduti che dipenderanno il livello di reputazione raggiunto dalle agenzie di *rating* e la loro capacità di ispirare fiducia nei partecipanti al mercato dei capitali <sup>(18)</sup>.

D'altro canto, se è vero che le agenzie di *rating* dotate di una buona reputazione sono in grado di chiedere un prezzo più elevato per le proprie valutazioni, sì da avere ritorni maggiori di quelli che otterrebbero in assenza della medesima, non è difficile convincersi che esse difficilmente sacrificheranno il proprio « capitale reputazionale » — costruito prestando nel corso del tempo gli stessi servizi a favore di una vasta clientela — a vantaggio di un singolo emittente o in cambio di una modesta commissione <sup>(19)</sup>. Benché non sia da escludere che in determinati periodi le agenzie di *rating* possano ingannare investitori ed emittenti con analisi inaffidabili (e ciò sia al fine di contenere i costi che di ricavare degli extra-profitti mediante *ratings* artificiosamente fa-

---

<sup>(18)</sup> Vale la pena di precisare che il richiamo al meccanismo reputazionale discende dall'applicazione nel contesto del *rating* dello scenario dei « beni di esperienza », le cui qualità possono essere conosciute *ex ante* dai consumatori solo affrontando costi elevati. Facendo ricorso a questo schema argomentativo, può affermarsi con una certa tranquillità che, in presenza di una buona reputazione, gli investitori crederanno nella qualità del *rating* prima ancora di averla sperimentata e mostreranno grande considerazione per le analisi delle agenzie di *rating*. Gli emittenti, a loro volta, avranno convenienza ad avvalersi delle agenzie dotate di una reputazione sufficiente a suscitare la fiducia degli investitori, poiché ciò implicherà una considerevole riduzione di costi del prestito: cfr. COFFEE jr., *Gatekeepers*, cit., pp. 287 s.; nonché DITTRICH, *The Credit Rating Industry*, cit., pp. 11, 21.

<sup>(19)</sup> HUSISIAN, *What Standard of Care Should Govern the World's Shortest Editorial?: An Analysis of Bond Rating Agency Liability*, in *Cornell Law Review*, vol. 75, 1989-1990, p. 426; SCHWARCZ, *Private Ordering*, cit., p. 6. Non va trascurato di considerare che il modello di spiegazione surriferito, basato sull'inquadramento della funzione dei *gatekeepers* nell'ambito degli « intermediari reputazionali » (COFFEE jr., *Gatekeepers*, cit., pp. 2 ss.), sembra manifestare un profilo singolare, non appena si rifletta che, sebbene destinate a fornire informazioni agli investitori, le agenzie di *rating* sono allo stato attuale remunerate dagli stessi emittenti che dovrebbero contribuire a monitorare. Non manca, tuttavia, di farsi notare che, affinché le agenzie in questione siano credibili e gli investitori siano convinti dell'accuratezza delle loro valutazioni, occorre che i relativi servizi siano pagati dagli emittenti e che il costo a carico di costoro sia direttamente proporzionale all'estensione ed alla portata dell'asimmetria informativa (ROUSSEAU, *Enhancing*, cit., p. 10). In ogni caso, preme mettere in rilievo sin da ora come la sussistenza di una relazione *principal-agent* fra emittente ed agenzia di *rating* (anziché fra investitori ed agenzia di *rating*) rappresenti uno dei profili critici sia dal punto di vista dell'operatività delle agenzie in esame sia nell'ottica delle possibili soluzioni alle questioni giuridiche da esse sollevate: e v., al proposito, KERWER, *Holding Global Regulators Accountable*, cit., pp. 9 ss.; ma per un'analisi intesa a dimostrare come i mutamenti del *rating* siano dovuti principalmente ad incentivi legati alla reputazione, COVITZ-HARRISON, *Testing Conflicts of Bond Rating Agencies with Market Anticipation: Evidence that Reputation Incentives Dominate*, Federal Reserve Board Finance and Economics Discussion Series Working Paper No. 2003-68, December 2003, in <http://ssrn.com/abstract=512402>, *passim*.

vorevoli), vale osservare che il timore di perdere in futuro la propria reputazione dovrebbe essere comunque uno stimolo a produrre giudizi di qualità elevata <sup>(20)</sup>.

Deve peraltro avvertirsi che la razionalità di questo discorso si scontra con quanto accade in concreto, dal momento che l'ultimo decennio del secolo passato ha registrato una vera e propria « acquiescenza » delle agenzie di *rating* — al pari degli altri *gatekeepers* — rispetto ai comportamenti fraudolenti dei *managers* delle società emittenti <sup>(21)</sup>. È il caso di rilevare, sotto il profilo che qui interessa, l'esistenza di un vero e proprio « conflitto fra logica ed esperienza », le cui ragioni — enucleate nel più ampio contesto di una riflessione intesa a fornire le spiegazioni ed i rimedi al « fallimento collettivo » dei *gatekeepers* <sup>(22)</sup> — meritano di essere verificate alla luce della posizione e dell'evoluzione del ruolo delle agenzie di *rating*.

Restringendo l'ambito dell'indagine ad eventi più recenti, bisogna vagliare criticamente la credibilità dell'operato delle agenzie di *rating* rispetto ai nuovi prodotti della finanza strutturata, per i quali — come si avrà modo di chiarire — le agenzie medesime, in assenza di una specifica reputazione, potrebbero essere spinte a formulare valutazioni di qualità inadeguata <sup>(23)</sup>. Si rafforza così l'attualità dell'esigenza di ricercare impostazioni complementari, se non alternative, al modello di spiegazione basato sul capitale reputazionale.

---

<sup>(20)</sup> L'esattezza del modello reputazionale quale garanzia di affidabilità del *rating* parrebbe confermata laddove si considerino sia l'impraticabilità di strategie di *pricing*, a causa della scarsa sensibilità al prezzo da parte degli emittenti e della loro tendenza a mantenere i rapporti già instaurati con le proprie agenzie di *rating*, sia le limitate attrattive di uno sfruttamento della reputazione al fine di ricavare maggiori profitti, soprattutto per la presenza di « *cheating costs* » tali da impedire ad un'agenzia di scendere bruscamente al di sotto dei propri *standards* senza essere « scoperta »; per una dimostrazione in tal senso, cfr. DITTRICH, *The Credit Rating Industry*, cit., pp. 52 ss.

<sup>(21)</sup> Cfr. COFFEE jr., *What Caused Enron?*, cit., p. 280, secondo cui, alla luce di questa constatazione, il quesito fondamentale da porsi relativamente ad Enron ed agli altri scandali finanziari non è « *Why did managers engage in fraud?* », ma « *Why did gatekeepers let them?* ».

<sup>(22)</sup> COFFEE jr., *Gatekeeper Failure and Reform: The Challenge of Fashioning Relevant Reforms*, in *Boston University Law Review*, vol. 34, 2004, pp. 308 ss., ad avviso del quale l'affidamento nell'operato dei *gatekeepers* sarebbe stato mal riposto a causa, fra l'altro, dell'improvviso venir meno dell'efficacia deterrente delle azioni di responsabilità, della connessa crescente induzione a violare i propri doveri, del declino del valore del capitale reputazionale in un periodo di « bolla speculativa ».

<sup>(23)</sup> Cfr., fin d'ora, HUNT, *Credit Rating Agencies and the « Worldwide credit crisis »: The Limits of Reputation, the Insufficiency of Reform, and a Proposal for Improvement*, September 5, 2008, in <http://ssrn.com/abstract=1267625>, *passim*; per l'affermazione che rispetto ai nuovi strumenti finanziari strutturati le grandi agenzie di *rating* (soprattutto *Moody's* e *Standard & Poor's*) devono affrontare un *trade-off*, in quanto mettono a rischio la propria reputazione entrando in nuovi segmenti di mercato, rispetto ai quali risulterebbero perciò più adatte a fornire i servizi di *rating* le *start-ups*, v., però, DITTRICH, *op. cit.*, p. 103; sulla questione, cfr., più ampiamente, § 5, *infra*.

le, che possano condurre all'individuazione di meccanismi correttivi idonei a recuperare un elevato livello di attendibilità del *rating*.

3. — Sebbene la funzione delle agenzie di *rating* sia stata per lungo tempo principalmente ricostruita nei termini illustrati nel paragrafo precedente, va dato atto di un'ulteriore proposta di sistemazione del ruolo da esse svolto, scaturita dalla constatazione del diffuso impiego delle valutazioni del merito di credito tanto nell'ambito della contrattazione privata quanto a fini regolamentari.

In tale prospettiva, le agenzie di *rating* finiscono per assumere un ufficio « quasi regolamentare », poiché le lettere di *rating* sono viste come efficienti *benchmarks* della qualità del credito. Benché non vi sia, in linea di principio, alcuna costrizione ad avvalersi del *rating*, limitazioni fondate sul merito di credito figurano nei contratti di prestito, nei *bond covenants* <sup>(24)</sup> ed in altri accordi finanziari. Ed ancora, si riscontra come i *ratings* siano impiegati dagli investitori istituzionali nelle proprie regole di investimento interne <sup>(25)</sup>, finendo per assumere una funzione di « certificazione », ovvero di gestione privata del rischio <sup>(26)</sup>.

Infine, occorre considerare l'utilizzo strumentale delle agenzie di *rating* per fini di pubblica regolamentazione, secondo una linea di tendenza inau-

---

<sup>(24)</sup> È utile ricordare, al proposito, come l'abbassamento del giudizio espresso dalle agenzie di *rating* sia utilizzato nei *bond covenants* aventi ad oggetto l'imposizione di limiti all'indebitamento dell'emittente, quale variante al calcolo diretto dell'esposizione complessiva, con il vantaggio di impiegare un parametro immediatamente percepibile da parte degli obbligazionisti, ma, insieme, non scevro del pericolo di errori: M. PALMIERI, *I bond covenants*, in *Banca impr. soc.*, 2006, pp. 259 s.

<sup>(25)</sup> L'utilità dei *ratings* nella contrattazione privata e — come vedremo meglio più avanti — nella regolamentazione si spiega, da una parte, con il fatto che le valutazioni del merito di credito dovrebbero essere stabili, dall'altra, con la tendenza dei *ratings* ad essere « *conservative* », dal momento che eventuali innalzamenti richiedono un livello di verifica maggiore degli abbassamenti. A questo punto, volendo articolare qualche specifica implicazione, va riconosciuto come il ruolo svolto nella contrattazione conduca le agenzie di *rating* ad essere piuttosto caute e favorisca comportamenti contrastanti con quelli che ci si aspetterebbe dalle stesse in quanto « intermediari dell'informazione », vale a dire un tempestivo aggiornamento delle proprie valutazioni ed un'ampia e gratuita diffusione dei *ratings* fra il pubblico: cfr., per queste riflessioni, C.A. FROST, *Credit Rating*, cit., pp. 7 ss.; cfr., inoltre, KERWER, *Holding Global Regulators Accountable*, cit., p. 12, che osserva: « *Whenever credit risk is involved in financial transactions, CRAs [credit rating agencies] are likely to come into the picture* ».

<sup>(26)</sup> L'impostazione sopra riferita manifesta profili di connessione con quella secondo cui le agenzie di *rating* svolgono un'ulteriore funzione economica consistente nel rendere comparabili i rischi degli investimenti di ogni classe e paese: e ciò in quanto il *modus operandi* delle agenzie medesime sarebbe in grado di creare di per sé un valore attraverso la standardizzazione del processo di valutazione del merito di credito, a prescindere dal contenuto informativo, e di contribuire a ridurre le incertezze nei rapporti fra emittenti ed investitori: e v., per gli opportuni richiami, DITTRICH, *The Credit Rating Industry*, cit., p. 13.

rata negli Stati Uniti agli inizi del ventesimo secolo <sup>(27)</sup> e progressivamente estesasi nella maggior parte dei paesi capitalistici avanzati. Si pensi, per quanto direttamente interessa il nostro ordinamento, alla disciplina del Nuovo Accordo di Basilea, recepita dall'art. 80, par. 1, della Direttiva 2006/48/CE relativa all'accesso all'attività degli enti creditizi e al suo esercizio (di recente modificata dalla Direttiva 2008/24/CE), che permette alle banche di calcolare la qualità del rischio della propria esposizione attraverso il riferimento a *ratings* espressi da « agenzie esterne di valutazione del merito di credito » (ECAIs), le quali possono, così, acquisire un'abilitazione su scala addirittura mondiale a ridurre il costo del capitale legato alla disciplina del patrimonio di vigilanza delle banche medesime <sup>(28)</sup>.

Fermando l'attenzione sul contesto normativo nazionale, merita altresì ricordare la norma che subordina alla previa « valutazione del merito di credito da parte di operatori terzi » l'offerta ad investitori non professionali di strumenti finanziari emessi nel contesto di un'operazione di cartolarizzazione (art. 2, comma 4<sup>o</sup>, l. 30 aprile 1999, n. 130) <sup>(29)</sup>.

<sup>(27)</sup> In effetti, i primi interventi regolamentari destinati ad incidere sull'operatività delle agenzie di *rating* sono stati sollecitati dalla Grande Depressione e dall'esigenza di rispondere alle crisi bancarie senza precedenti allora verificatesi. Con l'introduzione del divieto per le banche di detenere obbligazioni che fossero al di sotto dell'*investment grade*, le valutazioni del merito del credito divenivano un aspetto delle c.d. « *safety and soundness* » regulations: FURCHTOTT-HAHN-LAYNE FARRAR, *The Law and Economics*, cit., pp. 29 s.; PARTNOY, *The Siskel and Ebert of Financial Markets?*, cit., pp. 686 ss.; DITTRICH, *op. cit.*, p. 16; sugli sviluppi successivi, v. § 4, *infra*.

<sup>(28)</sup> Segnalano i problemi di certificazione delle ECAIs posti dal Nuovo Accordo di Basilea ed i rischi legati all'accresciuto impiego regolamentare del *rating* sul piano internazionale, WHITE, *The Credit Rating*, cit., pp. 31 ss.; nonché KARACADAG-TAYLOR, *The New Capital Adequacy Framework: Institutional Constraints and Incentives Structures*, IMF Working Paper, June 2000, pp. 18 ss.; STRUNZ-HAPPE, *Externen Ratingagenturen-Marktregulierung durch Basel II*, in *WM*, 2004, pp. 115 ss.

<sup>(29)</sup> È appena il caso di aggiungere che l'art. 2, comma 5<sup>o</sup>, della l. n. 130 del 1999 affida alla Consob il compito di stabilire con proprio regolamento i requisiti di professionalità e di indipendenza degli operatori che svolgono la valutazione del merito di credito dei titoli emessi nell'ambito delle operazioni di cartolarizzazione (le agenzie di *rating*) e l'informazione sui rapporti esistenti fra questi ed i soggetti partecipanti alle operazioni medesime: sull'importanza di siffatta valutazione, ma anche sui limiti del sistema risultante dall'intercambio fra la normativa di rango primario e quella di rango sub-primario dettata dalla Consob (art. 2 del reg. n. 12175 del 1999), cfr. VENTURA, *La cartolarizzazione dei crediti nell'ordinamento giuridico italiano: un primo commento alla L. 30 aprile 1999, n. 130*, in *G. it.*, 1999, p. 114; RODOLF, *Cartolarizzazione dei crediti e tutela del risparmio*, in *Società*, 2000, pp. 1166 ss.; BESSONE, *Cartolarizzazione dei crediti. « Soggetti », disciplina delle attività, garanzie di pubblica vigilanza*, in *D. banca e mer. fin.*, 2002, I, pp. 17 s.; W. VIRGA, *Le operazioni di cartolarizzazione tra tutela degli investitori ed esigenze del capitale finanziario*, in *Contratto e impr.*, 2008, pp. 1034 ss.; DE VITIS, *Commento all'art. 2, comma 5. Le società di rating*, in *La cartolarizzazione. Commento alla legge n. 130 del 1999*, a cura di P. FERRO-LUZZI-PISANTI, Milano 2005, pp. 229 ss.; con particolare riguardo al ruolo ed alle metodologie delle agenzie di *rating*, cfr., altresì, DI BALÀ, *Commento all'art. 2, comma 4. Il rating nelle operazioni di cartolarizzazione*, *ivi*, pp. 215 ss.; MARIANELLO, *Dai crediti ai*

A parte ogni ulteriore approfondimento, alcuni postulati possono facilitare la spiegazione di tale *trend*: anzitutto, è bene essere consapevoli del fatto che le valutazioni del merito di credito, di là dalla capacità di trasmettere nuove informazioni al mercato, si dimostrano efficienti in quanto rivelano — come si è anticipato — un'elevata correlazione fra le categorie di rischio ed il tasso di *defaults* <sup>(30)</sup>.

Vi è pure da notare, riprendendo precedenti cenni, come tutti i partecipanti al mercato possano avvalersene, senza doverne sostenere direttamente i costi.

L'« accreditamento » delle agenzie di *rating* nel mercato, oltre che a livello regolamentare, consente altresì di ridurre al minimo il bisogno di una continua ed attenta supervisione. Da questi rapidi passaggi può trarsi la conclusione che l'attività delle agenzie di *rating* rappresenta uno strumento di regolamentazione flessibile e coerente con le istanze di stabilità del sistema finanziario e di salvaguardia della fiducia dei partecipanti ad esso <sup>(31)</sup>.

Quanto alle aree di intervento della c.d. « *rating-based regulation* », essa appare destinata ad incidere — come si avrà modo di mettere in luce — sugli obblighi informativi, sulle decisioni di investimento, sui requisiti di capitale. Mentre una buona valutazione del merito di credito può comportare un allentamento, quando non una vera e propria esenzione, dagli obblighi previsti dalla legge, nell'intento di sottrarre gli emittenti « a basso rischio » (di perdite o di inadempimento) ad oneri non necessari, la previsione a carico di determinati intermediari finanziari del divieto di detenere strumenti privi di *rating* (o con un basso *rating*) permette di limitare il grado di rischiosità del loro portafoglio. Ed ancora, il *rating* può essere impiegato nel contesto regolamentare per determinare il capitale necessario ad evitare il rischio di *default*, al fine di prevenire l'instabilità dei mercati finanziari. Quel che sembra importante precisare è che, quale che sia la soluzione regolamentare di volta in volta prescelta, gli strumenti con un buon *rating* possono essere acquistati da determinate istituzioni finanziarie o da esse detenuti con costi inferiori <sup>(32)</sup>.

---

*flussi di cassa: i cespiti cartolarizzabili nelle operazioni di finanza strutturata*, in *R. d. priv.*, 2004, pp. 122 ss.

<sup>(30)</sup> Ed è in tale tendenza a misurare il rischio di *default* che risiederebbe — di là dalle affermazioni secondo cui il *rating* costituisce una « *self-fulfilling prophecy* », intrinsecamente idonea a provocare la reazione del mercato (HILL, *Regulating*, cit., p. 71), o, al contrario, una mera conferma per gli investitori di mutamenti già riflessi nel prezzo degli strumenti finanziari (cfr., in merito, WHITE, *The Credit Rating*, cit., p. 20) — la « validità scientifica » dei giudizi delle agenzie di *rating* (v., sul punto, KORMOS, *Quis custodiet*, cit., pp. 16 s.). D'altronde, l'esistenza di un'elevata correlazione fra la qualità del credito determinata dai *ratings* ed il tasso di *default* dimostra quanto sia variegato il contesto valutativo al cui interno verificare l'affidabilità delle agenzie di *ratings*: ROUSSEAU, *Enhancing*, cit., pp. 20 ss.

<sup>(31)</sup> Sul legame fra l'obiettivo di contenimento del rischio sistemico e l'impiego del *rating* come punto di riferimento nella regolamentazione finanziaria, cfr. DITTRICH, *The Credit Rating Industry*, cit., pp. 15 s.

<sup>(32)</sup> Per un tentativo di sistemazione in tal senso, cfr., nuovamente, DITTRICH, *op. cit.*, p. 16.

Ne consegue, nella prospettiva di lettura indicata, che le valutazioni del merito di credito non si limitano a segnalare il grado di rischiosità di un dato strumento finanziario per gli investitori, ma determinano le misure regolamentari destinate a trovare applicazione tanto agli emittenti quanto agli intermediari<sup>(33)</sup>. Se così è, l'importanza di tali valutazioni e la crescente domanda delle stesse discendono non tanto dalla loro accuratezza e credibilità, quanto dal porsi come « chiave » per ridurre i costi associati alla regolamentazione, ovvero per accedere ai benefici da essa previsti<sup>(34)</sup>.

4. — Per meglio chiarire la portata ed il significato delle osservazioni appena svolte, può essere opportuno ripercorrere brevemente alcune tappe salienti della legislazione statunitense in materia finanziaria e soffermarsi sulla posizione acquisita in questa esperienza giuridica nazionale dalle « *Nationally*

---

<sup>(33)</sup> KERWER, *Holding Global Regulators Accountable*, cit., p. 14, il quale evidenzia come « *a financial instrument rated a slow risk ("investment grade") imposes a lighter regulatory burden on an investor than an instrument rated high risk ("speculative grade")* »; ancora più chiaramente COFFEE jr., *Gatekeepers*, cit., p. 288, che segnala come i *ratings*, per un verso, consentono agli emittenti di sottrarsi a costosi oneri regolamentari o a divieti cui sarebbero altrimenti soggetti, per l'altro, attribuiscono ai gestori di portafogli di investimento ed agli investitori istituzionali una vera e propria protezione giuridica, mettendoli al riparo da potenziali azioni per aver violato i doveri fiduciarî nei confronti degli investitori, acquistando o mantenendo nel proprio portafoglio determinati strumenti finanziari.

<sup>(34)</sup> Si tratta di quella « più recente e forse più cinica visione » del fenomeno in esame (WYMEERSCH-KRUTHOF, *Regulation and Liability*, cit., p. 7), incline a spiegare la rilevanza delle agenzie di *rating* e la redditività del settore in cui operano con la capacità delle stesse di « vendere licenze regolamentari »: il riferimento è alla posizione di PARTNOY, *The Siskel and Ebert*, cit., pp. 681 ss.; v. pure Id., *The Paradox of Credit Ratings*, University of San Diego Law & Econ. Research Paper No. 20, 2001, in <http://ssrn.com/abstract=285162>.

Non si è mancato, però, di giudicare eccessiva questa opinione, ribadendo come la funzione delle agenzie di *rating* risiede anche e soprattutto nel fornire informazioni (HILL, *Regulating*, cit., pp. 66 ss., la cui posizione è accolta e ulteriormente sviluppata da ROUSSEAU, *Enhancing*, cit., pp. 24 ss.; sulla difficoltà di differenziare il valore informativo del *rating* rispetto a quello « regolamentare », WHITE, *The Credit Rating*, cit., pp. 20 ss.; nonché, DITTRICH, *The Credit Rating Industry*, cit., pp. 11 ss., 73, che pare concludere per la coesistenza delle due funzioni, pur senza ignorare la necessità di future indagini su questa tematica). D'altro canto, che entrambe le visuali possano coesistere è confermato dall'attitudine anche degli investitori *retail* ad acquistare, pure in assenza di prescrizioni regolamentari in tal senso, strumenti finanziari muniti del « marchio di approvazione » da parte delle agenzie di *rating*.

Sotto altro aspetto, la funzione informativa dei *ratings* si manifesta ora concretamente rispetto agli strumenti finanziari meno trasparenti, data la dipendenza degli stessi da previsioni sul rischio a lungo termine: cfr., per queste considerazioni, KORMOS, *Quis custodiet*, cit., p. 14, dove il riferimento, da un lato, alle obbligazioni di società estere, ai titoli « *non-investment grade* », alle obbligazioni dei mercati emergenti, ai titoli « *zero-coupon* », per i profili di criticità alla scadenza, e, dall'altro, agli strumenti finanziari emessi nel contesto di operazioni di cartolarizzazione, la cui complessità ed opacità implica un analogo affidamento sui *ratings*.

*Recognised Statistical Rating Organizations* » (NRSROs). Benché, come si è in precedenza accennato, l'attitudine a variare il livello di regolamentazione commisurandolo alle valutazioni del merito di credito si fosse manifestata già a partire dagli anni trenta del secolo scorso, la più vistosa utilizzazione del *rating* a livello normativo si ha nel 1973, con la revisione da parte della SEC della regola del « *net capital* » prevista per i *broker-dealers* ed il collegamento dei requisiti di capitale minimo, cui costoro sono assoggettati, alla qualità delle obbligazioni detenute nel proprio portafoglio.

Piuttosto che definire i vari livelli di rischio ed i criteri di determinazione dello stesso, la SEC ritiene soluzione più semplice (e forse più affidabile) avvalersi dei *ratings* come base per determinare la qualità delle obbligazioni detenute da questi intermediari <sup>(35)</sup>.

D'altro canto, per scongiurare il pericolo di una « *bond rating manipulation* » <sup>(36)</sup>, la stessa SEC crea una nuova categoria regolamentare, quella delle « *Nationally Recognised Statistical Rating Organizations* » (NRSROs), definendone il perimetro in modo tale da comprendere le principali agenzie preesistenti all'emanazione della norma e da escludere, invece, le piccole imprese appena affacciate sul mercato e prive di un'adeguata reputazione. Il risultato di tale regolamentazione è l'attribuzione alle due principali agenzie di *rating*, *Moody's* e *Standard & Poors*, di un monopolio nel riconoscimento di « licenze regolamentari » ai *broker-dealers* <sup>(37)</sup>.

È da sottolineare come il concetto di NRSROs, una volta fissato, ricorra in una molteplicità di contesti regolamentari: dalla disciplina delle « *eligible securities* » oggetto di investimento da parte dei *money market funds*, all'importante meccanismo deregolamentare della « *shelf regulation* », che consente a qualificati emittenti di registrare significative quantità di strumenti finan-

---

<sup>(35)</sup> In realtà, poiché i *ratings* mancano del carattere impersonale proprio, ad esempio, delle informazioni di mercato incorporate nel prezzo dei titoli, l'affidamento in essi riposto già ad opera della disciplina sulla solvibilità delle banche può essere visto come una forma di « delega » regolamentare a soggetti terzi: WHITE, *Good Intentions Gone Awry: A Policy Analysis of the SEC's Regulation of the Bond Rating Industry*, New York University Law & Econ. Research Paper No. 06-36, September 2006, in <http://ssrn.com/abstract=923566>, p. 6; ID., *A New Law for the Bond Rating Industry — For Better or For Worse?*, New York University Law & Econ. Research Paper No. 07-09, February 2007, in <http://ssrn.com/abstract=961391>, p. 3.

<sup>(36)</sup> Ed invero, la soglia dell'« *investment grade* » — al di sotto della quale i titoli detenuti in portafoglio dagli intermediari vigilati sono da qualificare rischiosi o speculativi — sarebbe risultata nella pratica di ben scarso significato in presenza di *raters* senza scrupoli, disposti ad inflazionare le proprie valutazioni, con conseguente pericolo di una manipolazione delle stesse: FURCHTOTT-HAHN-LAYNE FARRAR, *op. cit.*, p. 31.

<sup>(37)</sup> COFFEE jr., *Gatekeepers*, cit., p. 289; WHITE, *Good Intentions Gone Awry*, cit., p. 4; ID., *A New Law for the Bond Rating Industry*, cit., p. 4; SCHWARCZ, *Private Ordering*, cit., pp. 21 ss., dove, in particolare, l'affermazione dell'appartenenza del meccanismo di designazione delle NRSROs alla sfera della *securities law*.



ziari prima di una specifica offerta, ed ancora, alle regole in tema di investimento delle imprese di assicurazione <sup>(38)</sup>.

Merita, nel contempo, di essere sottolineato che al crescente impiego a fini regolamentari delle valutazioni emesse dalle NRSROs corrisponde un mutamento nel modello imprenditoriale delle agenzie di *rating*: queste ultime abbandonano la consolidata prassi di applicare delle commissioni di sottoscrizione agli investitori e cominciano a farsi remunerare dagli emittenti, in proporzione all'ammontare dell'emissione, inaugurando un sistema tuttora largamente predominante.

Sebbene tale cambiamento sia sollecitato da due fattori contingenti, quali la possibilità di fotocopiare a basso costo (con conseguente difficoltà di limitare l'uso del *rating* ai soli clienti « paganti ») ed il dissesto della *Penn Central Corporation* (che induce gli emittenti a cercare i *ratings* più attivamente che in passato al fine di abbassare i costi del capitale ed incoraggiare gli investimenti) <sup>(39)</sup>, esso, a ben guardare, appare in sintonia con la crescente importanza dei *ratings* delle NRSROs, dai quali dipende — come si è visto — l'applicazione in concreto di una serie di discipline legali <sup>(40)</sup>.

È da tenere presente, tuttavia, che ai vantaggi della qualifica come NRSRO fanno singolarmente riscontro una scarsa trasparenza della procedura per il riconoscimento di tale *status* ed una indubbia difficoltà ad acquisirlo in concreto <sup>(41)</sup>.

Sotto altro aspetto, l'esistenza al di fuori degli Stati Uniti di un numero considerevole di agenzie di *rating* sembra smentire l'assunto secondo cui il mercato in questione abbia un carattere naturalmente monopolistico e rafforza piuttosto la sensazione che l'istituzione della categoria delle NRSROs si sia

<sup>(38)</sup> Sulle varie fasi di questa evoluzione normativa e sulle conseguenti implicazioni, COFFEE *jr.*, *Gatekeepers*, cit., pp. 290 ss.; nonché, più diffusamente ed in un'ottica apertamente rivolta a dimostrare la validità della « *regulatory license view* » PARTNOY, *The Siskel and Ebert*, cit., p. 690 ss.

<sup>(39)</sup> Spiegano in questi termini il passaggio all'attuale « *business model* » delle agenzie di *rating*, HILL, *Regulating*, cit., p. 50; RHODES, *The Role*, cit., pp. 308 s.; WHITE, *Good Intentions Gone Awry*, cit., pp. 3 s.; *Id.*, *A New Law for the Bond Rating Industry*, cit., p. 3; ROUSSEAU, *Enhancing*, cit., pp. 11 s.; di diverso avviso, però, DITTRICH, *The Credit Rating Industry*, cit., p. 19, secondo cui, ad un più attento esame, la ragione risiede in un mutamento strutturale dal lato della domanda, dovuto alla richiesta da parte della crescente industria dei *mutual funds* di una vasta e ben monitorata offerta di *ratings*.

<sup>(40)</sup> Per questa opzione ricostruttiva, cfr. PARTNOY, *How and Why*, cit., p. 64.

<sup>(41)</sup> WHITE, *Good Intentions Gone Awry*, cit., p. 5; *Id.*, *A New Law for the Bond Rating Industry*, cit., p. 5; COFFEE *jr.*, *Gatekeepers*, cit., p. 291, che registrano, fra l'altro, come dal 1975 al 2000 la SEC abbia designato quali NRSROs soltanto altre quattro imprese, in aggiunta alle tre originariamente esistenti (le summenzionate *Moody's* e *Standard & Poor*, nonché *Fitch*). È da notare, però, che a seguito di fusioni fra le stesse e con *Fitch*, il numero delle NRSROs si è nuovamente ridotto a tre entro il 2000. Da allora la stessa SEC ha riconosciuto ancora due NRSROs (*Dominion Bond Rating Services* e *A.M. Best*), lasciando sostanzialmente inalterata la struttura oligopolistica del mercato.

tradotta in una vera e propria barriera all'ingresso <sup>(42)</sup>, oltre che in una fonte di profitti anomali <sup>(43)</sup>. Da qui la formulazione di giudizi particolarmente severi verso il « parsimonioso » atteggiamento manifestato dalla SEC nel riconoscimento delle NRSROs <sup>(44)</sup>, nonché, in termini più radicali, verso la regolamentazione in esame, i cui effetti protezionistici avrebbero comportato una minore accuratezza nelle valutazioni del merito di credito <sup>(45)</sup>.

Non stupisce, specialmente dopo le scarse *performances* delle principali agenzie di *ratings* a partire dai casi *Enron* e *WorldCom* <sup>(46)</sup>, che il loro ruolo sia stato oggetto di esame, dapprima, in una relazione della Commissione del Senato statunitense per gli Affari Governativi <sup>(47)</sup>, poi, in uno rapporto svolto

---

<sup>(42)</sup> In effetti, sebbene il criterio del « riconoscimento nazionale » potesse funzionare indirettamente come *test* di mercato della *performance* (nel senso che agenzie di *rating* che non avessero bene operato, dovevano cessare di avere un seguito nazionale), la presenza delle tre maggiori agenzie e l'esistenza di una domanda di *rating* sostanzialmente sospinta dalla regolamentazione, per un verso, finiscono col garantire la permanenza dello *status* di NRSROs in capo agli *incumbents*, per l'altro, ne rendono assai più difficile l'acquisto da parte di società nuove o piccole. Ciò consente di comprendere il ricorrente richiamo ad una situazione di « *Catch-22* », dato che un'agenzia deve essere riconosciuta a livello nazionale per essere una NRSRO, ma, nel contempo, deve essere una NRSRO per essere riconosciuta a livello nazionale: e v., in merito, HILL, *Regulating*, cit., p. 55; Id., *Rating Agencies*, cit., p. 1147; ROUSSEAU, *Enhancing*, cit., p. 14; WHITE, *The Credit Rating*, cit., p. 28; Id., *A New Law for the Bond Rating Industry*, cit., p. 4, che pure riconosce come le già segnalate economie di scala e l'importanza della reputazione comportino comunque che le agenzie di *rating* siano tutto sommato poche e che la relativa industria sia destinata a mantenere una struttura concentrata. Giova ribadire, del resto, come lo scopo del sistema delle NRSROs non sia quello di migliorare l'efficienza quale obiettivo in sé, ma di utilizzare le agenzie di *rating* — e quindi il *rating* stesso — come indicatore affidabile per decidere l'applicabilità o meno di determinate regole. Ciò non toglie rilevanza al problema di assicurare che lo *status* di NRSROs sia acquisito da un numero di agenzie sufficiente a garantire la concorrenza: cfr., per questa impostazione, SCHWARCZ, *Private Ordering*, cit., pp. 20 ss.

<sup>(43)</sup> PARTNOY, *How and Why*, cit., p. 82.

<sup>(44)</sup> COFFEE jr., *Gatekeepers*, cit., p. 291; WHITE, *The Credit Rating*, cit., p. 22, dove la conclusione che la « *safety and soundness* » *regulation* statunitense, forzando gli intermediari vigilati a fare uso del *rating* nelle proprie decisioni di investimento, ha impresso una spinta artificiale alla relativa industria.

<sup>(45)</sup> PARTNOY, *The Siskel and Ebert*, cit., pp. 623 s.

<sup>(46)</sup> È un dato ormai acquisito nel dibattito internazionale più recente che il « fallimento » delle principali agenzie di *rating* nel declassare l'investimento in *Enron* e *WorldCom* sotto il c.d. « *investment grade* » fino a pochi giorni prima del *default*, sia indicativo della necessità di indagare attentamente sul loro grado di competenza e di diligenza: cfr., fra gli altri, COFFEE jr., *Gatekeepers*, cit., p. 34; C.A. FROST, *Credit Rating Agencies*, cit., pp. 19 ss.; HILL, *Rating Agencies*, cit., pp. 1148 ss.; KORMOS, *Quis custodiet*, cit., p. 10.

<sup>(47)</sup> STAFF OF SENATE COMMITTEE ON GOVERNMENTAL AFFAIRS, 107th Cong., *Financial Oversight of Enron: The Sec and Private Sector Watchdogs*, March 20, 2002, in [http://www.senate.gov/~gov\\_affairs/100702watchdogsreport.pdf](http://www.senate.gov/~gov_affairs/100702watchdogsreport.pdf), spec. pp. 91 ss., che, pur criticando la scarsa incisività delle indagini condotte dalle agenzie di *rating* in merito alla situazione patrimoniale e finanziaria di *Enron* e la mancanza di *accountability* delle stesse rela-

dalla SEC, in conformità alla previsione di cui alla *section 702 del Sarbanes-Oxley Act*, inteso a verificare, fra l'altro, l'esistenza di barriere all'ingresso e ad individuare le misure necessarie a rimuoverle <sup>(48)</sup>.

Ed in questo crescendo di iniziative <sup>(49)</sup> — tuttora in atto ed indicativo di un'intensa riflessione, anche da parte dei regolatori, sulle istanze più problematiche dell'industria del *rating* e sulla ricerca di meccanismi correttivi adeguati — si inseriscono la proposta di definizione di *National Recognised Statistical Rating Organization* formulata dalla SEC nell'aprile 2005 <sup>(50)</sup> e la sostituzione, infine, ad opera del *Credit Rating Agency Reform Act* del 29 settembre 2006, dell'opaco meccanismo di designazione da parte della stessa Commissione <sup>(51)</sup> con una registrazione relativamente trasparente ed aperta, oltre che alle NRSROs già esistenti, alle agenzie che rilasciano *ratings* da almeno tre anni <sup>(52)</sup>.

---

tivamente al proprio operato, conferma, tuttavia, l'esistenza di una marcata correlazione fra i giudizi da esse espressi e la percentuale di *defaults* verificatisi in passato.

<sup>(48)</sup> SEC, *Report on The Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets*, January 2003, in <http://www.sec.gov/news/studies/creditratingreport0103.pdf>.

<sup>(49)</sup> Nell'ambito delle iniziative regolamentari allo studio della SEC, merita di essere menzionato l'invito, diramato nel 2003, a formulare pubblicamente dei commenti su un ampio spettro di questioni: SEC, *Concept Release: Rating Agencies and the Use of Credit Ratings under the Federal Securities Laws*, Release No. 33-8236, June 4, 2003, in <http://www.sec.gov/rules/concept/338236.htm>.

<sup>(50)</sup> SEC, *Definition of Nationally Recognized Statistical Rating Organization: Proposed Rule*, April 19, 2005, dove un rilievo decisivo è attribuito ad alcuni criteri selettivi quali la pubblicità dei *ratings*, l'affidabilità del soggetto che li emette e la correttezza del suo sistema interno di *governance*. Sotto il primo profilo, i pareri sul merito di credito pubblicati dall'ente che aspira alla qualifica di NRSRO devono avere ampia diffusione, essere accessibili al pubblico gratuitamente ed aggiornati su base continuativa. In secondo luogo, l'agenzia di *rating* deve essere in grado di provare, attraverso riscontri statistici o attestazioni fornite dai responsabili di società di gestione o da altri operatori del mercato che si avvalgono delle sue valutazioni, l'ottima reputazione di cui gode per la credibilità e l'attendibilità dei propri pareri. Infine, l'agenzia di *rating* deve dotarsi di procedure per la gestione dei potenziali conflitti di interessi e la prevenzione dell'uso improprio di informazioni riservate, nonché avere risorse finanziarie sufficienti a garantire l'osservanza di tali procedure (per una sintesi informativa, TONELLO, *Le agenzie di rating finanziario. Il dibattito su un modello economico esposto al rischio di conflitto di interessi. Verso un sistema pubblico di controllo?*, in *Contratto e impr.*, 2005, p. 937; v., pure, Ib., *Corporate governance e tutela del risparmio*, in *Tratt. Galgano*, XXXV, Padova 2006, pp. 433 s.). Pare agevole osservare, peraltro, come la definizione proposta sia orientata, nel complesso, a favorire le NRSROs già designate ed a privilegiare gli *inputs*, piuttosto che l'*output* (ovvero la capacità di prevedere i *defaults*) quali criteri di designazione: per queste valutazioni, WHITE, *Good Intentions Gone Awry*, cit., pp. 10 ss.

<sup>(51)</sup> In effetti, la scarsa trasparenza del meccanismo di designazione, condotto attraverso « *no-action letters* », è stata oggetto di denuncia specie da parte delle agenzie di *rating* estere colpite dagli effetti protezionistici favorevoli all'industria del *rating* statunitense: cfr. RHODES, *The Role*, cit., pp. 298 s.; sui criteri elaborati dalla SEC per designare e monitorare le NRSROs, WHITE, *The Credit Rating*, cit., pp. 24 s.; HILL, *Regulating*, cit., pp. 55 s.

<sup>(52)</sup> Più precisamente, il *Rating Agency Reform Act* ha inserito nel *Securities Exchange Act* del 1934 (c.d. *Exchange Act*) una nuova *section 15E*, che — oltre a prevedere la regis-

5. — La questione della struttura olipogolistica dell'industria del *rating*, e della conseguente limitatezza degli incentivi a competere sulla qualità dei servizi offerti, è divenuta ancora più grave in occasione delle recenti vicende legate alla crisi dei mutui *subprime*.

Sebbene non si possa tentare compiutamente in questa sede una valutazione delle ricadute — sia sul piano sistematico, sia nell'ottica delle concrete prospettive di tutela del buon funzionamento del mercato dei capitali <sup>(53)</sup> — dovute al progressivo deterioramento della qualità dei mutui *subprime*, preme soffermarsi sul ruolo svolto dalle agenzie di *rating* nella vicenda sopra richiamata, per meglio comprendere l'effettiva portata dei problemi da esse sollevati e le ragioni di un possibile intervento regolamentare.

Da questo angolo di visuale, il dato che emerge con immediatezza è l'inconsistenza del contributo delle agenzie di *rating* all'articolazione (e al successo) delle operazioni di cartolarizzazione <sup>(54)</sup> mediante le quali le banche (ed altri

trazione delle NRSROs che soddisfano specifici requisiti — attribuisce alla SEC il potere di emanare regole in materia di vigilanza rispetto alle NRSROs registrate. Il summenzionato atto normativo ha modificato, inoltre, la *section 17(a)* dell'*Exchange Act*, conferendo alla Commissione l'autorità di prescrivere alle NRSROs registrate requisiti sui rapporti e sulla documentazione contabile da tenere, nonché poteri di indagine rispetto alle attività da esse svolte. Occorre, tuttavia, porre in risalto che l'intervento legislativo in esame proibisce espressamente alla SEC di regolare tanto la « sostanza » dei *ratings*, quanto le « procedure e le metodologie » attraverso le quali una NRSRO determina i *ratings* (per un primo commento, cfr. WHITE, *A New Law for the Bond Rating Industry*, cit., pp. 8 ss.). Per completezza di informazione, va altresì detto che nel giugno 2007 la SEC ha adottato le regole in tema di NRSROs. Queste ultime, in base alla nuova disciplina primaria e secondaria, devono effettuare date divulgazioni, tenere e conservare appositi registri, fornire rapporti finanziari alla Commissione, stabilire le procedure per il trattamento di informazioni riservate rilevanti (*material*), rivelare e gestire i conflitti di interessi. Le regole emanate dalla SEC proibiscono alle NRSROs di avere determinati conflitti di interessi e di attuare certe pratiche, abusive o scorrette. Per accrescere, tuttavia, la trasparenza del processo di elaborazione del *rating* e reprimere comportamenti che hanno contribuito alle recenti turbolenze del mercato del credito (v. § 5, *infra*), la Commissione ha proposto nel giugno 2008 regole aggiuntive per le NRSROs: SEC, *Proposed Rules for Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*, June 16, 2008, in <http://www.sec.gov/rules/proposed/2008/34-57967.pdf>, destinate a trovare applicazione a partire dall'aprile 2009 (SEC, *Amendments to Rules for Nationally Recognized Statistical Rating Organizations, Final Rules*, in <http://www.sec.gov/rules/final/2009/34-59342.pdf>; per una prima valutazione critica, HUNT, *The SEC's Proposed Credit Agency Rules: Unresolved Conflicts*, in <http://ssrn.com/abstract=1284709>).

<sup>(53)</sup> Cfr., per una riflessione diretta ad identificare le anomalie e le carenze negli strumenti rivolti a garantire un ordinato sviluppo del sistema finanziario, muovendo dall'assunto dell'inadeguatezza delle risposte in termini di politica monetaria sinora fornite, rispetto alla già ricordata e sempre più marcata tendenza alla « disintermediazione », SCHWARCZ, *Protecting Financial Markets: Lessons from the Subprime Mortgage Meltdown*, November 2007, Duke Law School Legal Studies Paper No. 175, in <http://ssrn.com/abstract=105624>, pp. 2 ss.; nonché, con riferimento alla dimensione europea ed al nostro ordinamento positivo, CAPRIGLIONE, *I « prodotti » di un sistema finanziario evoluto. Quali regole per le banche? (Riflessioni a margine della crisi causata dai mutui sub-prime)*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2008, I, pp. 20 ss.

<sup>(54)</sup> Appare quindi condivisibile, alla luce dei sovrastanti rilievi, la definizione delle

intermediari) trasferiscono il rischio derivante dall'attività di erogazione di prestiti a mutuatari con basso merito di credito <sup>(55)</sup>.

E per avere la percezione esatta di quanto stiamo dicendo, sembra importante soffermarsi brevemente sulle modalità di cartolarizzazione a tal fine utilizzate. Esse possono consistere nell'emissione — per il tramite di un'apposita società veicolo <sup>(56)</sup> — di *residential mortgage-backed securities* (RMBS), ossia di titoli il cui pagamento deriva principalmente o interamente dal rimborso di prestiti ipotecari per l'acquisto di abitazioni, oppure di *collateralized debt obligations* (CDOs), vale a dire di titoli aventi quali attività sottostanti un paniere di prestiti ipotecari e/o di flussi di pagamenti (*receivables*) <sup>(57)</sup>. Si

---

operazioni della finanza strutturata come tipicamente « *rating-driven* », ovvero realizzate in maniera tale da ottenere un dato (alto) *rating*: in questo senso, HILL, *Regulating*, cit., p. 49, testo e nt. 29, la quale nega, peraltro, che da ciò debba trarsi un giudizio necessariamente negativo sull'intervento delle agenzie di *rating*.

Con ciò non vuol dirsi, tuttavia, che le stesse agenzie di *rating* abbiano dato vita ad un nuovo importante segmento di mercato — contraddicendo l'assunto della loro scarsa propensione all'innovazione quale portato dell'ambiente poco competitivo in cui operano (SCHWARCZ, *Private Ordering*, cit., p. 19) —, ma, semplicemente, che si sono limitate ad assecondare i bisogni dei partecipanti al sistema finanziario e, segnatamente, delle banche di investimento: DITTRICH, *The Credit Rating Industry*, cit., p. 103; più in generale, sul ruolo delle agenzie di *rating* nella *securitization*, SCHWARCZ, *The Alchemy of Asset Securitization*, in *Stanford Journal of Law, Business and Finance*, vol. 1, 1994, pp. 136 s., che rileva l'esistenza di un rapporto inversamente proporzionale fra l'attribuzione di un *rating* compreso nelle categorie « *investment grade* », ed i costi di finanziamento dell'operazione; nonché C.W. FROST, *Asset Securitization and Corporate Risk Allocation*, in *Tulane Law Review*, vol. 72, 1997, pp. 121 s., con specifico riferimento all'interesse di tali agenzie a che il veicolo sia « *bankruptcy remote* ».

<sup>(55)</sup> È appena il caso di chiarire che il termine « *subprime* » indica sia prestiti a debitori con un dubbio merito di credito, sia prestiti assai ampi a debitori altrimenti meritevoli di credito: SCHWARCZ, *Protecting Financial Markets*, cit., p. 3, nt. 11.

<sup>(56)</sup> Posto che l'operazione di cartolarizzazione (*securitization*) presuppone, di regola, una cessione di crediti in favore del veicolo, preme sottolineare che un tratto marcante della stessa risiede nella circostanza che le somme corrisposte dai debitori sono destinate in via esclusiva al soddisfacimento dei diritti dei portatori dei titoli. Costoro, d'altra parte, non possono azionare alcuna pretesa nei confronti del cedente, così come i creditori di quest'ultimo non possono attaccare i crediti ceduti al veicolo (cfr., per limitarsi ad una sola indicazione sul punto, KETTERING, *Securitization and Its Discontents: The Dynamics of Financial Product Development*, in *Cardozo Law Review*, vol. 29, 2008, pp. 1565 s.). Discende da tale profilo la preoccupazione che i vantaggi dell'operazione siano conseguiti a spese dei creditori chirografari: e v. LUPICA, *Asset Securitization: The Unsecured Creditor's Perspective*, in *Texas Law Review*, vol. 76, 1998, p. 597; C.W. FROST, *Asset Securitization*, cit., pp. 114 s.; SCHWARCZ, *The Alchemy*, cit., pp. 146 ss.

<sup>(57)</sup> Oltre che per le tipologie di attività oggetto di cessione, le due forme di *securitization* si differenziano per la circostanza che i CDOs sono gestiti in maniera dinamica, sicché gli *assets* sottostanti cambiano nel tempo, rispondendo così al principio di diversificazione, mentre l'insieme di mutui residenziali che sta all'attivo di un RMBS rimane tendenzialmente stabile (cfr., in merito, SEC, *Summary Report of Issues Identified in the Commission's Staff Examinations of Select Credit Rating Agencies*, July 2008, in [www.sec.gov](http://www.sec.gov), pp. 6 ss.; nonché AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, *La notation au matière de titrisation*, 31 janvier

tratta di titoli destinati agli investitori e suddivisi in diverse classi, o *tranches*, le quali sono classificate a seconda dell'ordine di priorità nel rimborso. Dalla classe c.d. *senior*, caratterizzata dal più alto grado di priorità e dotata, quindi, di un più alto *rating*, si passa a quella c.d. *mezzanine*, sino ad arrivare alle classi più rischiose, chiamate, a seconda dei casi, *junior* o *equity*, ed addirittura sprovviste, nella maggior parte dei casi, diversamente dalle altre due, di un *rating* <sup>(58)</sup>.

Merita altresì sottolineare che le varie *tranches* offrono una scala di rendimenti variabili a seconda del livello di protezione del credito accordato ai titoli compresi in ciascuna *tranche*. Questo effetto, noto come *credit enhancement*, può essere conseguito per il tramite di numerosi strumenti, fra i quali la *subordination*, ovvero la creazione di una gerarchia nell'assorbimento delle perdite per insolvenza, l'*overcollateralization*, in cui il valore dei titoli emessi è inferiore al valore del portafoglio ceduto, con l'effetto di creare una « *equity* » *tranche* al di sotto della *tranche* inferiore destinata ad assorbire le perdite, e gli *spread accounts*, ossia linee di liquidità alimentate con il differenziale fra i tassi attivi e passivi del veicolo (*excess spread*).

Ai fini del nostro discorso è importante menzionare due ampie categorie di *Collateralized Debt Obligations*: i *cash flow* CDOs, in cui il flusso di fondi a favore degli investitori viene generato dal pagamento degli interessi sulle attività sottostanti, ed i CDOs « sintetici », nei quali il veicolo non acquista le attività sottostanti, ma risulta esposto al relativo rischio di insolvenza in quanto venditore di un *credit default swap*.

Occorre a questo punto fermare l'attenzione sulle possibilità di arbitraggio connesse alle diverse tipologie di CDOs, poiché ad esse si collega il contributo decisivo offerto dalle agenzie di *rating* allo sviluppo del mercato dei prodotti finanziari strutturati. Esse hanno elaborato criteri e metodologie per la valutazione del merito di credito delle diverse *tranches*, tanto da rendere il valore complessivo delle stesse maggiore dei costi delle attività sottostanti. In particolare, l'extra-rendimento derivante dallo *spread* fra il tasso di interesse

---

2006, in <http://www.amf.france.org>, p. 3; DEMARTINI-PANSARD, *Quelle est l'ampleur de l'activité de titrisation aux États-Unis et en Europe?*, in *Revue mensuelle des marchés financiers*, juillet-août 2005, p. 29). I RMBS, inoltre, sono spesso registrati, diversamente da quanto tipicamente accade per i CDOs. Questi ultimi sono venduti, nell'ordinamento statunitense, mediante offerte promosse in base alla *Rule 144A*, con la conseguenza che destinatari della stessa possono essere, in linea di principio, soltanto qualificati investitori istituzionali (HUNT, *Credit Rating Agencies*, cit., pp. 8 s.). D'altro canto, proprio la circostanza che la sottoscrizione delle RMBS non è riservata a tali investitori, ma include l'intera platea della clientela *retail* rende più urgente il bisogno di tutelare la posizione dei risparmiatori in relazione agli effetti negativi degli eventi connessi ai mutui *subprime*: CAPRIGLIONE, *I « prodotti »*, cit., pp. 22, 25.

<sup>(58)</sup> Risulta persino superfluo soffermarsi ad evidenziare che la *senior tranche* gode, normalmente, del *rating* massimo, vale a dire AAA/Aaa: AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, *La notation*, cit., p. 4; DEMARTINI-PANSARD, *Quelle est l'ampleur*, cit., p. 30; cfr. pure CAPRIGLIONE, *I « prodotti »*, cit., p. 29.

dei mutui in portafoglio ed il minor tasso riconosciuto ai titoli emessi (in particolare, a quelli della *senior tranche*) deve essere significativo, in quanto è destinato a coprire le commissioni pagate ai vari partecipanti all'operazione per definirne la struttura e per gestire le attività stesse <sup>(59)</sup>.

Si è persuasivamente dimostrato in proposito <sup>(60)</sup> come siano proprio la complessità, l'arbitrarietà e l'opacità delle metodologie impiegate per la valutazione del merito di credito dei CDOs a permettere siffatte opportunità di arbitraggio, senza aggiungere alcun valore reale ai titoli rivenienti dalle operazioni di cartolarizzazione <sup>(61)</sup>.

È senza dubbio significativo, al fine della plausibilità di una spiegazione del genere, rilevare che la *senior* e molte delle classi di titoli subordinate presentano un *rating* più elevato rispetto alla qualità delle attività sottostanti: ad esempio, la *senior tranche* emessa nel contesto di un'operazione di cartolarizzazione di crediti incorporati in titoli (CDOs), è valutata AAA, sebbene il paniere sottostante sia costituito da mutui *subprime*. D'altro canto, può riscontrarsi che i sottoscrittori delle *tranches* di CDOs si preoccupano più dei *ratings* e dei rendimenti dei titoli derivanti dall'operazione di cartolarizzazione, che delle reali probabilità di insolvenza relative agli *assets* sottostanti.

Dal quadro appena delineato dovrebbe risultare chiaro che le vicende connesse al deterioramento dei mutui *subprime* confermano taluni aspetti problematici dell'operatività delle agenzie di *rating*. Proprio grazie alla scarsa trasparenza dei prodotti della finanza strutturata ed al conseguente accrescersi delle condizioni di incertezza informativa, i giudizi delle agenzie di *rating* hanno finito per acquisire un peso crescente agli occhi degli investitori <sup>(62)</sup>.

Osservando il fenomeno da altra angolazione, appare verosimile ipotizza-

---

<sup>(59)</sup> Accanto alla volontà di dar corso ad un arbitraggio nei termini sopra precisati, può riscontrarsi, a fondamento dell'operazione, l'intento di traslare i rischi creditizi a soggetti terzi, sia in ragione della loro elevata dimensione, sia per disimpegnare il c.d. capitale di vigilanza in vista di nuove operazioni: CAPRIGLIONE, *op. cit.*, p. 30.

<sup>(60)</sup> PARTNOY, *How and Why*, cit., pp. 74 ss., il quale perviene alla (forse provocatoria) conclusione che, con riferimento alla finanza strutturata, le agenzie di *rating* hanno agito più come « *gate openers* » che come *gatekeepers*, impegnandosi in un affare — il *rating* dei CDOs — radicalmente diverso dal « *core business* » degli altri *gatekeepers* e dando vita ad un mercato mal funzionante di molti trilioni di dollari, costruito sui propri limiti ed errori.

<sup>(61)</sup> Cfr., per una piana illustrazione di questi concetti, SCHWARCZ, *Protecting Financial Markets*, cit., p. 6, che spiega come tale effetto sia ottenuto allocando i flussi di cassa provenienti dalle attività sottostanti prima per il pagamento dei titoli della classe *senior* e poi per quelli delle classi *junior*, secondo il c.d. « *waterfall of payments* ».

<sup>(62)</sup> Cfr., per questa notazione, HUNT, *Credit Rating Agencies*, cit., p. 9; SCHWARCZ, *Disclosure's Failure in the Subprime Mortgage Crisis*, Duke Law School Legal Studies Research Paper No. 203, March 2008, in <http://ssrn.com/abstract=1113034>, p. 8; LINCiano, *La crisi dei mutui subprime. Problemi di trasparenza e opzioni di intervento per le autorità di vigilanza*, Quaderno di Finanza n. 62, settembre 2008, p. 2; CAPRIGLIONE, *I « prodotti »*, cit., p. 53, che — preso atto del fatto che l'agere delle agenzie di *rating* non si esaurisce nella sfera negoziale del veicolo — arriva ad imputare loro « un ruolo *lato sensu* riconducibile agli interessi generali sottesi alla funzione di vigilanza pubblica sui mercati finanziari ».



re come le agenzie di *rating* presenti sul mercato abbiano potuto « trasferire » la propria reputazione alla valutazione dei nuovi prodotti finanziari strutturati <sup>(63)</sup>, senza documentare adeguatamente politiche e procedure di valutazione, né dare conto dei passaggi più significativi seguiti nell'attribuzione dei *ratings*. E mentre dalla diffusa constatazione dello scarso tempismo delle agenzie di *rating* nell'adeguare le proprie valutazioni allo scadimento della qualità dei mutui *subprime* <sup>(64)</sup> sembra potersi desumere una minore « robustezza » dei processi di supervisione rispetto a quelli utilizzati per attribuire inizialmente il *rating*, ancora diverso rilievo assume la tematica dei conflitti di interessi e dei miglioramenti da apportare alla gestione degli stessi.

Pur non volendo anticipare tematiche che saranno sviluppate più avanti, va messo in luce come il conflitto di interessi insito nel modello economico del *rating* abbia avuto, nella vicenda di cui si discorre, un'incidenza maggiore del normale, atteso che i giudizi sul merito di credito sono stati espressi per « innumerevoli » emissioni di titoli derivanti da operazioni di cartolarizzazione, ciascuna delle quali comporta il pagamento di una commissione <sup>(65)</sup>.

Sono queste le istanze su cui si sono concentrate, da una parte, un'ulteriore indagine avviata dalla SEC nell'agosto 2007, i cui risultati sono stati resi noti nel luglio 2008 <sup>(66)</sup>, dall'altra, il rapporto della IOSCO sul ruolo delle

---

<sup>(63)</sup> In effetti, l'idea di un « trasferimento » della reputazione a nuovi segmenti del mercato del *rating* — pur non essendo astrattamente scevra di limiti, riguardanti la praticabilità stessa di tale strategia rispetto ai clienti, i potenziali conflitti di interessi, l'assenza di una netta distinzione fra la reputazione del *brand* e quello dello specifico servizio, la necessità di elementi innovativi — può aiutare a spiegare perché le agenzie di *rating* operanti già da lungo tempo siano avvantaggiate, sotto il profilo dei costi da sostenere e degli investimenti da affrontare, rispetto ai « newcomers »: cfr. DITTRICH, *The Credit Rating Industry*, cit., pp. 34 ss.; nonché HUNT, *Credit Rating Agencies*, cit., p. 45, testo e nt. 198, il quale rileva, peraltro, come non sia vero l'inverso, vale a dire che la considerazione acquisita, ad esempio, da *Moody's* nel valutare il merito di credito delle obbligazioni emesse da *General Electric* possa verosimilmente essere modificata sulla base del successo o del fallimento della stessa *Moody's* nell'attribuire il *rating* ai *subprime* RMBS-backed CDOs.

<sup>(64)</sup> Se non risultano chiare le ragioni per cui le agenzie di *rating*, pur essendo a conoscenza del declino del mercato delle case e delle pratiche aggressive di concessione dei prestiti, abbiano attribuito inizialmente *rating* elevati (per un'ipotesi di spiegazione, SCHWARCZ, *Protecting Financial Markets*, cit., p. 29), è persino ovvio rilevare che esse siano state semplicemente troppo lente nel reagire: cfr., in merito, KORMOS, *Quis custodiet*, cit., pp. 11 ss.

<sup>(65)</sup> SCHWARCZ, *op. ult. cit.*, p. 28, che non sembra tuttavia discostarsi eccessivamente dalla tesi — altrove sostenuta (*Id.*, *Private Ordering*, cit., p. 14) — dell'efficacia degli incentivi reputazionali quale antidoto all'elaborazione di « cattivi » *ratings*; cfr., inoltre, DITTRICH, *The Credit Rating Industry*, cit., p. 38, la quale tende ad escludere una più spiccata rilevanza del conflitto di interessi nei casi di trasferimento della reputazione ai nuovi settori del mercato del *rating*, pur ammettendo che l'attribuzione di un parere favorevole per una data emissione di titoli di debito possa essere stimolata dal desiderio di essere chiamati a valutare altre emissioni, oppure, anche laddove si tratta di una singola operazione, di ottenere incarichi in futuro.

<sup>(66)</sup> SEC, *Summary Report of Issues Identified in the Commission's Staff Examinations of Select Credit Rating Agencies*, cit., *passim*.

agenzie di *rating* nel mercato della prodotti finanziari strutturati, del maggio 2008 <sup>(67)</sup>.

6. — La situazione illustrata nei paragrafi precedenti testimonia in modo abbastanza univoco le difficoltà (e al tempo stesso) l'urgenza di rispondere anche attraverso forme di intervento pubblico al singolare intreccio di questioni sollevate dalle agenzie di *rating*.

Accanto alla ricerca di un non facile punto di equilibrio fra l'esigenza di idonee garanzie di affidabilità dei *raters* e la volontà di assicurare una struttura concorrenziale al relativo mercato, un aspetto che merita di essere oggetto di approfondimento è da ravvisare nella percezione di un difetto di *accountability* delle agenzie di *rating*, in quanto tendenzialmente sottratte a penetranti controlli di tipo pubblicistico sul modello di quelli tradizionalmente impiegati per gli intermediari finanziari <sup>(68)</sup>.

Sul punto, giova rilevare che una simile problematica attiene essenzialmente ai rapporti che legano le agenzie in questione alle autorità di vigilanza, da una parte, ed agli emittenti, dall'altra.

Quanto al rapporto con le autorità di vigilanza, l'analisi che precede ha mostrato come l'uso del *rating* a fini regolamentari nasce dall'esigenza di disporre di una misura del rischio di credito che rifletta quella del mercato dei capitali. Tanto precisato, sembra potersi sostenere che un'eventuale eliminazione dell'impiego del *rating* per scopi regolamentari si risolverebbe in danno delle stesse autorità di vigilanza piuttosto che delle agenzie di *rating*: le une, infatti, si troverebbero nella difficile posizione di dover trovare altri strumenti in grado di rendere la propria regolamentazione sensibile al rischio di credito <sup>(69)</sup>, mentre le altre, pur vedendo venir meno il fondamento giuridico della propria posizione di oligopolio, non uscirebbero di certo dal mercato <sup>(70)</sup>.

---

<sup>(67)</sup> IOSCO, *The Role of Credit Rating Agencies in Structured Finance Markets*, May 2008.

<sup>(68)</sup> Cfr. SCHWARCZ, *Private Ordering*, cit., p. 15. Questa sensazione, mentre si pone in apparente contrasto con la tradizionale spiegazione secondo cui l'attività delle agenzie di *rating* accresce la trasparenza degli emittenti nei confronti degli investitori, contribuendo al buon funzionamento del mercato dei capitali (v. § 2, *supra*), si arricchisce di sfumature nella prospettiva finora esaminata del ruolo « quasi regolamentare » delle stesse e del rafforzamento del carattere oligopolistico del relativo settore: cfr., per ulteriori delucidazioni, KERWER, *Holding Global Regulators Accountable*, cit., pp. 9 ss.

<sup>(69)</sup> Indicativa, al proposito, è ancora l'esperienza giuridica statunitense, dove l'« affidamento » sulle agenzie di *rating* ad opera della disciplina federale previene intrusioni del potere politico ed evita un dispendio di risorse da parte delle autorità che non sono adeguatamente preparate a valutare le emissioni di strumenti finanziari: cfr. RHODES, *The Role*, cit., p. 297, che pure non trascura di osservare come il crescente impiego del *rating* a fini regolamentari solleva inevitabilmente la questione dell'idoneità delle NRSROs a sostituire taluni aspetti della vigilanza regolamentare.

<sup>(70)</sup> Una conferma indiretta dell'esattezza di questa affermazione può trarsi, d'altronde, dalla preoccupazione manifestata in passato dalle stesse agenzie di *rating* che l'« affida-

Non va trascurato di considerare gli ostacoli e le resistenze contro cui è destinato a scontrarsi il tentativo di rendere più trasparente l'azione delle agenzie di *rating*. Ciò potrebbe implicare, fra l'altro, una più accentuata influenza degli emittenti sulle agenzie medesime, pregiudicandone la reputazione di soggetti indipendenti <sup>(71)</sup>.

Da questa constatazione può trarsi, inoltre, argomento per dubitare che gli emittenti possano atteggiarsi quali « *effective principals* » nei confronti delle agenzie di *rating*, nonostante — come si è messo ripetutamente in luce — il finanziamento di queste ultime avvenga proprio attraverso le commissioni pagate dai primi <sup>(72)</sup>.

Occorre allora dedicare qualche spazio ad un ulteriore nodo critico sotteso all'operato delle agenzie di *rating*, vale a dire alla possibilità che gli emittenti esercitino (o le agenzie avvertano) una pressione economica al fine di ottenere migliori valutazioni del proprio merito di credito <sup>(73)</sup>.

---

mento » da parte della disciplina federale statunitense possa sottendere l'idea che i *ratings* siano più che una valutazione del rischio di credito ed interferire, così, con il relativo mercato. Ciò non toglie, peraltro, laddove i *ratings* si siano rivelati determinazioni empiricamente corrette alla stregua di dati storici, il mancato riferimento ad essi accrescerebbe i costi della regolamentazione: e v., infatti, RHODES, *op. cit.*, p. 357.

<sup>(71)</sup> Il punto è analiticamente discusso da KERWER, *Holding Global Regulators Accountable*, cit., pp. 19 s.

<sup>(72)</sup> E v., ancora, KERWER, *op. cit.*, p. 18.

<sup>(73)</sup> Cfr., in generale, sia pure con difformità di accenti a seconda dell'opzione valutativa prescelta, SCHWARCZ, *Private Ordering*, cit., pp. 15 s.; C.A. FROST, *Credit Rating Agencies*, cit., pp. 14 ss.; COFFEE jr., *Gatekeepers*, cit., p. 286; RHODES, *The Role*, cit., pp. 308 s. Sul piano normativo, non è senza significato che negli Stati Uniti la già menzionata *section 15E(h)* dell'*Exchange Act* richieda alle agenzie di *rating* di stabilire, mantenere ed attuare politiche e procedure dirette ad affrontare e gestire i conflitti di interessi. Tale disposizione è integrata e precisata dalla normazione emanata dalla SEC, la quale — riconosciuta l'esistenza di un conflitto di interessi per le NRSROs pagate dagli emittenti e dagli *underwriters* nella determinazione del merito di credito degli strumenti finanziari da costoro emessi o sottoscritti — chiarisce che le summenzionate politiche e procedure sono intese a preservare l'integrità del giudizio delle stesse NRSROs ed a prevenire che esse siano indotte ad emettere o a mantenere *ratings* più favorevoli dalla volontà di ottenere o trattenerne i propri clienti. Sebbene le NRSROs abbiano adottato politiche rivolte a limitare la partecipazione degli analisti alle discussioni con gli emittenti aventi ad oggetto le commissioni, l'indagine promossa dalla SEC dopo le vicende legate alla crisi dei mutui *subprime* (e già in precedenza ricordata) ha denunciato alcuni aspetti problematici, identificando le corrispondenti possibili soluzioni: anzitutto, si è riscontrato il coinvolgimento in tali discussioni di soggetti aventi comunque un ruolo-chiave nel processo per l'attribuzione del merito di credito e si è proposto di estendere anche ad essi il divieto di parteciparvi; per di più, gli analisti sono apparsi al corrente, nel valutare un dato emittente, dell'interesse economico della propria agenzia ed infine le NRSROs non sembrano assumere iniziative finalizzate ad impedire che considerazioni sulla quota di mercato o altri interessi economici possano influire sui propri giudizi o sui criteri per la formulazione degli stessi. Da ciò la raccomandazione dalla SEC alle NRSROs perché rivedano le proprie politiche e procedure ed « isolino » siffatte considerazioni rispetto al processo di *rating*: SEC, *Summary Report of Issues Identified in the Commission's Staff Examinations of Select Credit Rating Agencies*, cit., pp. 23 ss.

Il medesimo rilievo insinua anche il sospetto che il c.d. *unsolicited rating* (ovvero il *rating* non richiesto) possa risultare artificiosamente basso, oltre che fondato su informazioni incomplete circa l'emittente <sup>(74)</sup>. Va chiarito, infatti, che tale forma di *rating*, essendo basata su dati pubblicamente disponibili, anziché su informazioni riservate (*nonpublic information*) quali previsioni e piani industriali o valutazioni del *management* della società emittente, può essere complessivamente inferiore al *rating* sollecitato. Appare allora plausibile ipotizzare che un emittente, il quale abbia ricevuto un basso *rating* non sollecitato, ma possa, nel contempo, fornire informazioni riservate suscettibili di avere un impatto positivo, sarà portato a richiedere il *rating*, per segnalare le informazioni in questione al mercato ed abbassare così i propri costi di raccolta del capitale <sup>(75)</sup>. E non può neppure escludersi l'eventualità di un uso strumentale degli *unsolicited ratings* quale « minaccia » nei confronti degli emittenti non sottoposti ad alcuna valutazione del merito di credito, con indubbi benefici economici per le agenzie che li hanno diffusi.

La sensazione è, in definitiva, quella di un orientamento delle agenzie di *rating* a privilegiare il proprio interesse ad ottenere commissioni (iniziali e continuative), rispetto a quello degli investitori a ricevere informazioni accurate <sup>(76)</sup>.

Vi è pure da osservare, peraltro, come — di là dall'adozione da parte delle agenzie di *rating* di politiche in grado di minimizzare gli incentivi a favorire i « clienti paganti » <sup>(77)</sup> — è il mercato stesso ad imporre taluni importanti correttivi. Può essere riguardata in quest'ottica la c.d. « regola del doppio ra-

<sup>(74)</sup> Cfr., per diverse prospettive sulla questione, C.A. FROST, *Credit Rating Agencies*, cit., pp. 17 s.; SCHWARCZ, *Private Ordering*, cit., pp. 16 ss.; ROUSSEAU, *Enhancing the Accountability*, cit., p. 629; KORMOS, *Quis custodiet*, cit., p. 23.

<sup>(75)</sup> Cfr., per queste considerazioni, RHODES, *The Role of the Sec*, cit., p. 354.

<sup>(76)</sup> E v., per una chiara denuncia di tale conflitto di interessi, KORMOS, *op. cit.*, pp. 23 s. Certo, non può essere ignorato un importante risvolto — sia sul piano « politico », sia in una visione più squisitamente giuridica — della prassi degli *unsolicited ratings*, ossia la loro funzione di contribuire a rendere le agenzie di *rating* più simili a dei giornalisti ed a garantire loro — come vedremo più avanti (v. § 9, *infra*) — la protezione derivante dal principio della libertà di espressione: PARTNOY, *How and Why*, cit., p. 73.

<sup>(77)</sup> Uno dei meccanismi a tal fine utilizzati consiste nel fissare la commissione pagata dall'emittente all'agenzia di *rating* in una percentuale variabile da due a tre punti rispetto all'ammontare dell'offerta di strumenti finanziari, con la conseguenza di rendere senz'altro visibili variazioni intese a richiedere commissioni superiori alla soglia di mercato in cambio dell'ottenimento di *ratings* favorevoli: in altre e più chiare parole, almeno là dove sia in gioco anche il « capitale reputazionale », le agenzie di *rating* avranno un incentivo minimo ad alterare le proprie valutazioni: COFFEE *jr.*, *Gatekeepers*, cit., pp. 286, 296.

Sotto un diverso profilo, la fissazione in siffatta misura delle commissioni pagate alle agenzie di *rating* conduce a ridimensionare la preoccupazione che la limitata concorrenzialità del mercato e l'incidenza delle commissioni medesime sui costi di raccolta del capitale di credito possano influenzare negativamente la decisione di emettere strumenti finanziari, riducendo così l'efficienza allocativa nel suo complesso: cfr., per questo punto di vista, DITTRICH, *The Credit Rating Industry*, cit., p. 101.

ting », ovvero la consolidata tendenza degli emittenti a richiedere le valutazioni sia di *Moody's* sia di *Standard & Poor's* <sup>(78)</sup>. Questa tacita esigenza, mentre risulta critica per gli emittenti medesimi proprio a causa dello scarso grado di competitività dell'industria del *rating* <sup>(79)</sup>, può avere, invece, effetti positivi dal punto di vista degli investitori, dal momento che le due principali agenzie di *rating* avvertiranno una spinta minima, quando non inesistente, ad emettere valutazioni favorevoli di un dato cliente per il timore che questi possa rivolgersi al proprio rivale <sup>(80)</sup>.

Da qui l'ulteriore deduzione che anche il *rating* non sollecitato, per quanto controverso, possa costituire uno strumento di tutela contro la « bocciatura » da parte di emittenti insoddisfatti delle opinioni sul merito di credito espresse dalle agenzie di *rating* già incaricate.

Emergono, tuttavia, alcuni elementi di perplessità, là dove si torni a riflettere sull'opacità dei prodotti finanziari strutturati e sulla difficoltà di elaborare per questi ultimi *ratings* non sollecitati <sup>(81)</sup>. Ed ancora merita spazio

---

<sup>(78)</sup> In effetti, diversi ordini di fattori possono contribuire a spiegare tanto la regola del doppio *rating*, quanto la preferenza accordata sotto questo aspetto a *Moody's* ed a *Standard & Poor's*, anziché a *Fitch*. Esaminando il fenomeno dal punto di vista degli investitori, deve tenersi presente che i gestori professionali hanno interesse a non discostarsi dalle proprie linee-guida e prassi, le quali sono modellate su strumenti finanziari oggetto di valutazione da parte delle due agenzie di *rating* prima menzionate. D'altro canto, i *ratings* da esse espressi rappresentano un'importante misura per valutare la *due diligence* dell'investitore ed ancora, sono utilizzati nei *benchmarks* di investimento, arrivando così ad assumere un carattere quasi vincolante per quei gestori professionali che tendono ad emulare l'indice assunto quale parametro di riferimento. Nell'ottica dell'emittente, poi, il secondo *rating* si rivela assai remunerativo in quanto consente di ottenere finanziamenti a tassi più vantaggiosi: cfr. HILL, *Regulating*, cit., pp. 60 ss., la quale enfatizza il valore di segnalazione o reputazionale del *rating* aggiuntivo, in contrapposizione con la posizione di PARTNOY, *The Siskel and Ebert*, cit., pp. 692 ss., tendente a spiegare la prassi in esame mediante il richiamo alla « *rating-based regulation* »; cfr., inoltre, per un'accurata rassegna delle varie ricostruzioni della regola che ci occupa, DITTRICH, *op. cit.*, pp. 74 ss., la quale sottolinea, fra l'altro, l'importanza della comparabilità delle metodologie utilizzate da *Moody's* e da *Standard & Poor's* e gli effetti di *network* che ne derivano.

<sup>(79)</sup> Ed infatti, questa pratica pressoché uniforme, se per un verso elimina il pericolo di una « *race to the bottom* », per l'altro, riduce la concorrenza fra le due principali agenzie di *rating* e consente loro di godere i benefici di una « vita tranquilla » (COFFEE jr., *Gatekeepers*, cit., pp. 286 s.). Non è difficile convincersi, allora, che un'attenuazione dell'effetto limitativo della concorrenza connesso alla regola del doppio *rating* potrebbe derivare dall'affermarsi della tendenza a richiedere altri giudizi aggiuntivi, magari alla stessa *Fitch* oppure ad agenzie più piccole, ma destinate ad acquisire una posizione preminente nell'industria del *rating*: cfr., su questo profilo, DITTRICH, *The Credit Rating Industry*, cit., pp. 76 s., dove ulteriori riferimenti.

<sup>(80)</sup> E v. COFFEE jr., *Gatekeepers*, cit., pp. 287, 296; nonché HILL, *Regulating*, cit., p. 92, secondo cui sarebbe stata proprio la presenza di barriere all'entrata a ridimensionare ampiamente i conflitti di interessi, rendendoli meno acuti di quanto non lo siano nel caso dei revisori contabili.

<sup>(81)</sup> Di questa difficoltà si è resa interprete la SEC, la quale — nel proporre una regola che vieterebbe alle agenzie di *rating* di emettere o mantenere il *rating* di un prodotto strut-

la constatazione che spesso le banche di investimento e gli emittenti tali prodotti della finanza strutturata chiedono alle agenzie di *rating* di fornire delle valutazioni prospettiche sulle *tranches* di CDOs prima di decidere quale agenzia scegliere, finendo per porre in atto un vero e proprio « *rating shopping* »<sup>(82)</sup>.

Conviene aggiungere che spesso le agenzie di *rating* offrono agli emittenti servizi accessori di consulenza (c.d. *ancillary services*), dai quali ricavano significativi guadagni aggiuntivi<sup>(83)</sup>. Risulta paradigmatica, a questo proposito, la pratica di fornire valutazioni « *pre-rating* » e consulenze in materia societaria: più esattamente, dietro pagamento di un'ulteriore commissione, gli emittenti prospettano scenari ipotetici al fine di comprendere come una particolare operazione — si pensi ad una fusione, ad una vendita di cespiti patrimoniali o ad un acquisto di azioni proprie — possa influenzare il proprio *rating*<sup>(84)</sup>.

---

turato a meno di rendere pubbliche le informazioni sugli attivi sottostanti — vorrebbe offrire alle altre agenzie (anche non registrate come NRSROs) la possibilità di utilizzare le informazioni medesime per valutare e monitorare i giudizi espressi, favorendo così l'elaborazione di *ratings* non sollecitati ed evitando l'influenza da parte degli *sponsors* del prodotto: SEC, *Proposed Rules for Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*, cit.

<sup>(82)</sup> Non va sottovalutato, riprendendo considerazioni già svolte (§ 5, *supra*), che le varie *tranches* di prodotti finanziari strutturati, essendo intese a trarre vantaggio dalle diverse propensioni al rischio degli investitori, sono articolate in maniera tale da ricevere ciascuna un particolare *rating*. E ciò rende più acuto il conflitto di interessi derivante dal c.d. « *issuer-pays model* », non soltanto perché le implicazioni della struttura dell'operazione sotto il profilo delle valutazioni del merito di credito sono preventivamente discusse con le agenzie di *rating*, ma anche perché, verosimilmente, « *issuers shopped around to ensure they could get an AAA rating for their products* » (in questi termini, THE HIGH-LEVEL GROUP ON FINANCIAL SUPERVISION IN THE UE, presieduto da Jacques de Larosière, *Report*, Brussels, 25 February 2009, in *www.europa.eu*, p. 9, par. 21, di seguito *Rapporto de Larosière*). D'altro canto, il fenomeno in questione non si verificerebbe se le agenzie di *rating* non subissero la capacità di persuasione degli emittenti: e v. KORMOS, *Quis custodiet*, cit., p. 25; cfr., inoltre, per un'accurata dimostrazione della probabilità del verificarsi di fenomeni di « *rating shopping* » nell'esperienza giuridica statunitense, RHODES, *The Role of the Sec*, pp. 346 ss.

È anche da osservare che la struttura oligopolistica dell'industria del *rating* ed il difetto di trasparenza che caratterizza le operazioni in questione possono compromettere l'integrità del processo di valutazione del merito di credito dei prodotti di cui si discorre. Ed una conferma indiretta di tale pericolo può trarsi dalla circostanza che le agenzie di *rating* hanno perso rapidamente la propria quota di mercato nel settore delle cartolarizzazioni di mutui commerciali (CMBSs), non appena hanno assunto posizioni più conservatrici a seguito dell'instabilità del mercato delle RMBSs: IOSCO, *The Role of Credit Rating Agencies in Structured Finance Markets*, cit., p. 14.

<sup>(83)</sup> Cfr., per la notazione che i conflitti di interessi possono divenire più che un'istanza per le agenzie di *rating*, là dove esse sviluppano e promuovano sempre più servizi lucrativi diversi dal *rating*, HILL, *Regulating*, cit., p. 93.

<sup>(84)</sup> In realtà, il catalogo dei servizi di consulenza offerti dalle agenzie di *rating* è piuttosto esteso (per indicazioni sufficientemente esaustive, PARTNOY, *How and Why*, cit., p. 70), e tale da esacerbare — ad avviso della SEC (SEC, *Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies*, cit., p. 23) — i conflitti di interessi cui tali soggetti sono esposti.

Similmente è a dirsi del conflitto di interessi sotteso alla pratica anticompetitiva del « *notching* », che trova tipicamente attuazione nel *rating* dei prodotti finanziari strutturati: merita segnalare, al riguardo, come le due principali agenzie di *rating* (*Moody's* e *Standard & Poor's*) tendano ad abbassare i propri giudizi o a rifiutarsi di valutare i prodotti in esame, a meno che una parte sostanziale degli *assets* sottostanti non sia anch'essa sottoposta alla loro valutazione <sup>(85)</sup>.

In considerazione di tutto quanto si è detto, non sembra irrealistico concludere che l'emittente sia indotto a pagare commissioni più o meno alte, a seconda del proprio livello di soddisfazione rispetto al *rating* <sup>(86)</sup>, e ad utilizzare i servizi di consulenza accessori. Tanto basta a dare un'idea della variegata serie di potenziali conflitti di interessi che possono caratterizzare l'operato delle agenzie di *rating*, distinguendole dagli altri *gatekeepers* <sup>(87)</sup>, e della conseguente necessità di verificarne l'effettiva incidenza, così come di interrogarsi sui possibili rimedi.

Le problematiche sinteticamente discusse invitano, allora, a riflettere sull'opportunità di intervenire con strumenti normativi sul modello economico

---

Sul perché i servizi di consulenza risultano potenzialmente pregiudizievoli per gli investitori, KORMOS, *op. cit.*, p. 22.

<sup>(85)</sup> Il comportamento sopra descritto è stato denunciato da Fitch: e v., infatti, FITCH RATINGS, *Survey Shows Majority of Structured Finance Executives Oppose Notching as Practiced by Moody's and S&P*, March 27, 2002; nonché ROUSSEAU, *Enhancing the Accountability*, cit., pp. 26 s.

<sup>(86)</sup> COFFEE jr., *Gatekeepers*, cit., p. 287. In questa prospettiva, è indicativo anche il caso in cui un'agenzia di *rating* valuti il merito di credito di una banca e contemporaneamente venda alla stessa i dati e le metodologie necessarie a predisporre o a migliorare i suoi sistemi di rischio interni. In risposta alla critica che è altamente improbabile assistere ad una valutazione negativa della capacità di rischio della banca, non si è mancato di opporre l'esistenza di *firewalls* fra la divisione specializzata nel fornire strumenti di gestione del rischio e le attività di *rating*: e v., in proposito, C.A. FROST, *Credit Rating Agencies*, cit., pp. 16 s., che riconosce, tuttavia, le difficoltà di fornire la prova di tali comportamenti impropri.

<sup>(87)</sup> A ben vedere, la peculiarità dei conflitti di interessi delle agenzie di *rating* risiede, da un lato, nella mancanza di regole intese a restringere la gamma degli « *ancillary services* » da esse offerte (diversamente da quanto accade, ad esempio, per i servizi accessori delle società di revisione o degli analisti delle banche di investimento), dall'altro, nel carattere — potrebbe dirsi — « *push* » dei conflitti di interessi legati agli *unsolicited ratings*, in contrapposizione a quello « *pull* » associato agli analisti finanziari: costoro, in particolare, rilasciano « *ratings* » indebitamente favorevoli per convincere gli emittenti a pagare commissioni aggiuntive per altri servizi di cui si avvarranno in futuro, mentre le agenzie di *rating* — come si visto diffusamente — « minacciano » gli emittenti con *ratings* sfavorevoli al fine di essere remunerati nel presente (e v., per queste considerazioni, PARTNOY, *How and Why*, cit., pp. 70 ss.). Ciò non toglie che, nonostante la perdita di indipendenza delle agenzie di *rating* ed i conflitti di interessi degli analisti abbiano fonti diverse, il risultato determinatosi nel caso *Enron* sia stato sostanzialmente il medesimo: vale a dire il mancato assolvimento da parte dei controllori « esterni » della loro funzione nel « governo » dell'impresa, sulla quale, invece, gli investitori facevano affidamento: MACEY, *Efficient Capital Markets, Corporate Disclosure, and Enron*, in *Cornell Law Review*, vol. 89, 2004, pp. 405 s.



delle agenzie di *rating* <sup>(88)</sup>, nella consapevolezza che esse hanno tratto vantaggio da una *self-regulation* debole o addirittura inesistente <sup>(89)</sup>.

Non ci si può nascondere, infatti, che iniziative quali l'emanazione del codice di condotta della IOSCO <sup>(90)</sup>, o di un libro bianco del settore, non sembrano idonee a migliorare la gestione dei conflitti di interessi, nonché la qualità delle metodologie e dei giudizi espressi dalle agenzie di *rating*, ed a rafforzare la trasparenza. A tacer d'altro, un fattore di debolezza dell'autoregolamentazione è senz'altro rappresentato dalla mancanza di strumenti di vigilanza e di applicazione coercitiva, oltre che di un forte meccanismo per il controllo dell'osservanza degli *standards* volontariamente applicati dalle agenzie in esame <sup>(91)</sup>.

7. — Così impostata la questione, un dato ulteriore su cui occorre riflettere è quello della dimensione transnazionale del *rating* e della connessa necessità di evitare che interventi normativi puramente domestici riducano ulte-

---

<sup>(88)</sup> Sebbene si avverta l'urgenza che il pensiero giuridico — spesso in ritardo rispetto a questi temi — si pronunci in ordine allo sviluppo del mercato finanziario e che « il controllo sui controllori » — fra i quali, appunto, le agenzie di *rating* — diventi molto più severo di quanto fosse in passato (G. Rossi, *Il mercato d'azzardo*, Milano 2008, pp. 11, 67), è ugualmente auspicabile che la pressione politica e pubblica a « fare qualcosa » non spinga a dare risposte legislative precipitose, dal momento che, se è vero che alcuni cambiamenti sono dovuti da tempo, altri, invece, necessitano di essere considerati con grande cautela: cfr. HILL, *Rating Agencies Behaving Badly*, cit., p. 1146.

<sup>(89)</sup> Cfr., per questa prospettiva, WYMEERSCH, *Corporate Governance and Financial Stability*, Financial Law Institute Working Paper No 2008-11, October 2008, in <http://ssrn.com/abstract=1288631>, p. 5.

<sup>(90)</sup> IOSCO, *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*, December 2004, in [www.iosco.org](http://www.iosco.org), pubblicato a conclusione di una precedente indagine (Id., *Report on the Activities of Credit Rating Agencies*, September 2003), e modificato in seguito al già citato rapporto scaturito dalle vicende dei mutui *subprime*: v. Id., *The Role of Credit Rating Agencies in Structured Finance Markets*, cit. È il caso di aggiungere che l'applicazione del codice in questione da parte delle agenzie di *rating* che hanno dichiarato di aderirvi, nonché la ricognizione delle modifiche intervenute nella regolamentazione e nella supervisione nazionale delle stesse agenzie è condotta con cadenza annuale dal *Committee of European Securities Regulators* (CESR), che ha pubblicato nel 2006 il primo rapporto: *CESR's Report to the European Commission on the compliance of credit rating agencies with the IOSCO Code*, December 2006, Ref. CESR/06-545, in [www.cesr.eu](http://www.cesr.eu).

<sup>(91)</sup> E v., per tale rilievo, PERRONE, *Le società*, cit., p. 1035, che considera cruciale il problema dell'attuazione coattiva delle regole di condotta e dell'individuazione della soluzione giuridica a tal fine più adeguata; sostanzialmente in linea con questa posizione ROUSSEAU, *Enhancing*, cit., pp. 52 s., che evidenzia come, in una prospettiva di *accountability*, l'uso di un codice predisposto dalla stessa industria del *rating* ponga anche un'altra « sfida »: a ben vedere, se lasciata nelle mani delle agenzie di *rating*, l'elaborazione del codice riserverebbe uno spazio limitato per il coinvolgimento di investitori, emittenti ed altri membri del pubblico, rivelandosi scarsamente efficace nel rispondere alle istanze di quest'ultimo. Non va ignorato, peraltro, che il metodo della IOSCO risulta particolarmente interessante sotto questo profilo, in quanto il codice è il prodotto di consultazioni con le autorità di vigilanza ed i partecipanti al mercato.

riormente la competizione fra i pochi soggetti presenti nel settore e li spingano a ricollocare la propria sede presso altri paesi che non prevedono una regolamentazione altrettanto pervasiva <sup>(92)</sup>.

La volontà di stabilire un quadro di regolamentazione globale e di garantire condizioni operative uniformi per tutti gli operatori di mercato nel contesto comunitario è alla base della proposta di regolamento relativo alle agenzie di *rating* del credito, approvata dal Parlamento europeo il 23 aprile 2009. Tale atto — che fa seguito alla risoluzione adottata dallo stesso Parlamento europeo nel 2004 ed alla comunicazione della Commissione del 2006 <sup>(93)</sup> ed è

---

<sup>(92)</sup> Tale preoccupazione è espressa da SCHWARCZ, *Private Ordering*, cit., pp. 24 ss. Giova aggiungere, sul piano generale, che la mancanza di armonizzazione dei regimi nazionali aggrava di costi di *compliance* (connessi al grado di flessibilità e di precisione delle regole) per quei soggetti — come è il caso delle agenzie di *rating* — che operano in molteplici ordinamenti nazionali (ROUSSEAU, *Enhancing the Accountability*, cit., p. 41). La convergenza degli approcci di regolamentazione e di vigilanza nazionali è altresì raccomandata dalla *Securities Industry and Financial Markets Association* (SIFMA), vale a dire l'organizzazione rappresentativa degli interessi dei partecipanti al mercato dei capitali, quali imprese di investimento, *brokers-dealers* e gestori professionali del risparmio: SECURITIES INDUSTRY AND FINANCIAL MARKETS ASSOCIATION, *Recommendations of the Securities Industry and Financial Markets Association Credit Rating Task Force*, July 2008, in [www.sifma.org](http://www.sifma.org).

<sup>(93)</sup> In realtà, da un rapido sguardo alle iniziative assunte in ambito europeo anteriormente alla presentazione della proposta di regolamento qui oggetto di esame (su cui v., fra gli altri, LINCIANO, *La crisi*, cit., pp. 15 s.; DRIGO, *La responsabilità delle società di rating per il danno all'informato. L'esperienza statunitense*, in *Rass. d. civ.*, 2006, pp. 499 ss.; FANNI, *Il dibattito in corso sul riconoscimento formale delle agenzie di rating da parte di un'autorità pubblica europea o nazionale interessa il nostro paese?*, in *Assicurazioni*, 2005, pp. 97 ss.) emerge un mutamento di prospettiva da parte delle istituzioni comunitarie rispetto all'esigenza di costruire una disciplina comunitaria applicabile alle agenzie di *rating*: ed infatti, dall'esplicita affermazione che « l'utilità di una nuova iniziativa legislativa in questo settore sia ancora da dimostrare » (*Comunicazione della Commissione sulle agenzie di rating del credito* del 23 dicembre 2005, pubblicata in *G.U.C.E.* 2006/C 59/02 dell'11 marzo 2006), si è passati alla presa di posizione secondo cui « la legislazione comunitaria sembra essere l'unica opzione in grado di proteggere sufficientemente gli investitori e i mercati finanziari europei dal rischio di condotta scorretta da parte delle agenzie di *rating* del credito » [*Relazione alla proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo alle agenzie di rating del credito* SEC(2008) 2745 SEC (2008) 2746, p. 7]. Nella stessa direzione muove l'accordo raggiunto al vertice dei ministri delle finanze e dei governatori delle banche centrali al G20, il 14 marzo 2009: v. il comunicato — *Vertice dei ministri delle finanze e dei governatori delle banche centrali al G20*, Regno Unito, 14 marzo 2009, in [www.g20.org](http://www.g20.org).

Appare allora coerente con questa impostazione la scelta di intervenire con lo strumento del regolamento che, diversamente dalla direttiva, è immediatamente vincolante e non necessita di trasposizioni nei rispettivi ordinamenti nazionali degli Stati membri. Funzionale ad un disegno di efficienza è l'inserimento delle norme tecniche di dettaglio negli Allegati I e II — intitolati, rispettivamente, « *Indipendenza e prevenzione dei conflitti di interesse* » e « *Informazioni da fornire nella domanda di registrazione* » — i quali, in base al combinato disposto degli artt. 32, par. 2 e 33, par. 1, possono essere modificati dalla Commissione secondo la procedura di comitato per tener conto degli sviluppi nei mercati finanziari, compresi quelli a livello internazionale, in relazione ai nuovi strumenti finanziari ed alla convergenza della prassi di vigilanza: e v., al proposito, AMTENBRINK-DE HAAN, *Regulating*

stato elaborato avvalendosi della consulenza del CESR e dello *European Securities Markets Experts Group* (ESME) oltre che del meccanismo della consultazione pubblica — introduce regole comuni intese a migliorare l'integrità, la trasparenza, la responsabilità, la buona *governance* e l'affidabilità dell'attività di *rating* del credito <sup>(94)</sup> e destinate a trovare applicazione ai *ratings* emessi da agenzie registrate nella Comunità, che sono comunicati al pubblico o distribuiti previo abbonamento <sup>(95)</sup>.

---

*Credit Rating Agencies in the European Union: A Critical First Assessment of the European Commission Proposal*, in <http://ssrn.com/abstract=1394332>, pp. 11 s.

<sup>(94)</sup> Art. 1 della proposta di regolamento.

<sup>(95)</sup> Art. 2, par. 1, della proposta di regolamento. È appena il caso di far presente che il testo della proposta approvata dalla Commissione il 28 novembre 2008 definiva l'ambito di applicazione del regolamento facendo riferimento non alle agenzie di *rating*, ma ai *ratings* destinati ad essere utilizzati « a fini regolamentari o di altro tipo » da parte di enti creditizi, imprese di investimento, imprese di assicurazione, vita e non vita, imprese di riassicurazione, organismi di investimento collettivo e fondi pensione. L'originaria formulazione della norma si esponeva ad una duplice critica: da un lato, risultava difficile conciliare l'espressione « a fini regolamentari o di altro tipo », da cui poteva desumersi la preferenza per un'ampia area di operatività della disciplina, con l'approccio più restrittivo caldeggiato sia dalla relazione illustrativa acclusa alla proposta di regolamento, sia dalla valutazione d'impatto della Commissione [cfr., anche per ulteriori considerazioni al riguardo, il *Parere della Banca centrale europea del 21 aprile 2009, su una proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo alle agenzie di rating del credito* (CON/2009/38) (2009/0 115/01), rilasciato sulla base dell'art. 105, par. 4, del Trattato istitutivo della Comunità europea, in *G.U.U.E.* del 20 maggio 2009, C 115/11, par. 4]; dall'altro, poteva ravvisarsi uno scollamento fra l'art. 2, par. 1 e l'art. 4 (sempre nella versione approvata dalla Commissione), il cui secondo paragrafo vietava soltanto alle imprese di investimento ed agli enti creditizi di cui all'art. 1 della Direttiva 2004/39/CE di eseguire ordini per conto della propria clientela su strumenti finanziari, se il *rating* non fosse stato emesso da un'agenzia registrata conformemente al regolamento: e v., per questi rilievi, AMTENBRINK-DE HAAN, *Regulating*, cit., pp. 13 s.

Il testo emendato della proposta stabilisce per tutti i soggetti sopra menzionati l'obbligo di utilizzare « a fini regolamentari » — ovvero come parametri per il calcolo dei loro requisiti patrimoniali a fini di solvibilità o per il calcolo dei rischi nella propria attività di investimento (cfr. primo *considerando*) — solo *ratings* emessi da agenzie di *rating* del credito stabilite e registrate nella Comunità (art. 4, par. 1, primo cpv.), senza per questo voler istituire un obbligo generalizzato di sottoporre ad un *rating* conforme al regolamento tutti gli strumenti finanziari (*considerando 2 bis*), né imporre agli istituti finanziari o agli investitori di investire esclusivamente in titoli per i quali sia stato pubblicato un prospetto ai sensi della Direttiva 2003/71/CE e del Regolamento (CE) n. 809/2004 della Commissione e che siano oggetto di *rating* in base al regolamento medesimo (*considerando 2 ter*); chiarisce, inoltre, che qualora un prospetto pubblicato a norma della disciplina sopra citata contenga un riferimento ad uno o più *ratings* del credito, l'emittente, l'offerente o la persona che chiede l'ammissione alla negoziazione sui mercati regolamentati provvedono affinché il prospetto medesimo includa informazioni chiare e ben visibili indicanti se tali *ratings* sono stati emessi da un'agenzia stabilita e registrata nella Comunità (art. 4, par. 1, secondo cpv. e *considerando 2 quater*).

In considerazione dell'incidenza dei *ratings* sul buon funzionamento dei mercati finanziari e sulla fiducia « degli investitori e dei consumatori » e dell'importanza di assicurare il rispetto dei requisiti di integrità e di indipendenza degli stessi (*considerando 6 bis-6 oc-*

L'intervento regolamentare in discorso appare, dunque, incentrato su alcuni aspetti dell'organizzazione e dell'operato delle agenzie di *rating*, che sarà utile enunciare brevemente anche per documentare una sintonia di fondo fra le problematiche e le soluzioni giuridiche prospettate nell'ambiente europeo e quelle emerse nell'esperienza statunitense. D'altra parte, di là dalle strategie regolamentari prescelte, è innegabile una sostanziale convergenza delle regole sostanziali, non appena si consideri che le disposizioni contenute nella proposta di regolamento che ci occupa, pur essendo più dettagliate, si ispirano apertamente alle norme del codice di condotta della IOSCO e che queste, a loro volta, mirano a risolvere questioni analoghe a quelle sulle quali si è fermata l'attenzione della SEC.

Se così è, pare consigliabile un metodo espositivo che muova dalla riconosciuta necessità di apportare significativi miglioramenti alle strutture di *governance* delle agenzie di *rating*, nonché agli strumenti di prevenzione e/o di gestione dei conflitti di interessi. Sono previste, a tal fine, l'introduzione di un sistema di controlli interni e di relazioni gerarchiche efficaci, e la separazione della funzione di *rating* dagli incentivi aziendali. È altresì prescritta la presenza nel consiglio di amministrazione o di sorveglianza dell'agenzia di *rating* di almeno un terzo, ma di non meno di due membri indipendenti, la cui retribuzione non è collegata ai risultati economici dell'agenzia stessa ed è strutturata in modo tale da garantire la loro indipendenza di giudizio, ed il cui incarico ha una durata massima di cinque anni, senza poter essere rinnovato.

Essi hanno il compito specifico di controllare lo sviluppo della politica di *rating* e delle metodologie usate dall'agenzia nell'ambito dell'attività di *rating*, l'efficacia del sistema di controllo interno della qualità dell'agenzia stessa in relazione all'attività suddetta, nonché l'efficacia delle misure e procedure istituite per garantire l'identificazione, l'eliminazione o l'adeguata gestione e divulgazione di eventuali conflitti di interessi, le procedure di *governance* e di *compliance* con la normativa, compresa la funzione di revisione. Questa, a sua volta, ha la responsabilità di rivedere periodicamente le metodologie, i modelli e le ipotesi fondamentali del *rating*, nonché ogni loro significativo cambiamento o modifica e l'appropriatezza di tali metodologie, modelli e ipotesi fondamentali in caso di utilizzo effettivo o proposto per la valutazione di nuovi strumenti finanziari <sup>(96)</sup>.

*ties*), il regolamento proposto prevede un sistema di « omologazione » inteso a consentire alle agenzie di *rating* stabilite e registrate nella Comunità di avallare *ratings* emessi nei paesi terzi (art. 4, par. 4), nonché un meccanismo di « certificazione » idoneo a permettere l'utilizzo a fini regolamentari di *ratings* relativi ad entità stabilite in paesi terzi o a strumenti finanziari emessi in paesi terzi da un'agenzia ivi stabilita senza essere previamente omologati (art. 4 *bis*).

<sup>(96)</sup> Art. 5, par. 2, e Allegato I, sez. A, par. 2 e 7, e decimo *considerando*, della proposta di regolamento. A dimostrazione che molte delle disposizioni sostanziali contenute nella proposta di regolamento si ispirano al già richiamato codice di condotta della IOSCO, è da segnalare come la sez. 1, lett. A, par. 1.7-1 del codice medesimo, modificato (come si è detto) nel maggio 2003, prevede l'attuazione di un'analogo funzione di revisione, la quale —

Sul presupposto che la qualità del *rating* dipende non soltanto dal modo in cui l'impresa è organizzata, ma anche dalla qualificazione professionale dei singoli operatori, il regolamento proposto prescrive che la maggioranza dei membri del consiglio di amministrazione o di sorveglianza, compresi i suoi membri indipendenti, abbia conoscenze sufficienti in materia di servizi finanziari.

Nella consapevolezza che il *rating* degli strumenti finanziari strutturati necessita di competenze diverse da quelle impiegate nella valutazione del merito di credito dei prodotti tradizionali (e vada distinto da quest'ultimo), si richiede che almeno un membro indipendente ed un altro membro del consiglio di amministrazione debbano avere conoscenze approfondite ed esperienze ad alto livello dei mercati degli strumenti finanziari strutturati <sup>(97)</sup>.

Al fine di prevenire i conflitti di interessi e, qualora essi siano inevitabili, di gestirli adeguatamente, le agenzie di *rating* devono identificare, eliminare o gestire e rendere noto qualsiasi conflitto, attuale o potenziale, suscettibile di influenzare le analisi ed i giudizi dei propri analisti, dipendenti o di qualsiasi altra persona fisica direttamente partecipante all'emissione del *rating*, i cui servizi siano messi a disposizione della stessa agenzia di *rating* o siano sotto il suo controllo, nonché delle persone che approvano il *rating*. Esse organizzano le relazioni gerarchiche ed i canali di comunicazione in modo da garantire l'indipendenza dei propri analisti e delle persone che approvano i *ratings* rispetto alle altre attività svolte dall'agenzia a titolo commerciale <sup>(98)</sup>.

Al medesimo scopo di assicurare l'indipendenza dei *ratings*, le agenzie in parola devono limitare il proprio ambito di operatività alle valutazioni del merito di credito ed ai « servizi ausiliari » <sup>(99)</sup>, escludendo quelli di consulenza all'entità valutata o a soggetti ad essa collegati per quanto riguarda la loro struttura societaria o giuridica, il loro attivo o passivo o la loro attività. Esse garantiscono che i propri analisti o le persone che approvano i *ratings* non presentino, formalmente o informalmente, proposte o raccomandazioni in or-

---

là dove ciò sia possibile ed appropriato tenuto conto della dimensione e dell'estensione dei servizi di *rating* del credito — dovrebbe essere indipendente dalle funzioni responsabili di valutare gli emittenti e gli strumenti finanziari: v., sul punto, IOSCO, *The Role of Credit Rating Agencies in Structured Finance Markets*, cit., p. 14.

<sup>(97)</sup> Allegato I, sez. A, par. 2, quinto cpv., e dodicesimo *considerando*, della proposta di regolamento.

<sup>(98)</sup> Allegato I, sez. B, par. 1 e 6, della proposta di regolamento.

<sup>(99)</sup> Allegato I, sez. B, par. 4, secondo cpv., e *considerando* 2 *quinquies*, della proposta di regolamento. Preme evidenziare come il testo emendato dal Parlamento, fornisca una definizione di « servizi ausiliari », intesi come prestazioni estranee all'attività di *rating*, ma comprendenti le previsioni di mercato, le valutazioni delle tendenze economiche, l'analisi dei prezzi ed altre analisi generali dei dati, nonché i servizi di distribuzione connessi, colmando una lacuna evidenziata dai primi commentatori della proposta elaborata dalla Commissione (AMTENBRINK-DE HAAN, *Regulating*, cit., p. 17). Occorre, peraltro, che l'agenzia di *rating* garantisca che la prestazione di tali servizi non determini un conflitto di interessi ed elenchi i servizi medesimi nella propria relazione conclusiva.

dine alla concezione di strumenti finanziari strutturati rispetto ai quali ci si attende che l'agenzia valuti il merito di credito <sup>(100)</sup>.

Il quadro delle misure indirizzate alla prevenzione ed alla gestione dei conflitti di interessi, si completa con una serie di norme che hanno come destinatari i dipendenti delle agenzie di *rating*. Essi non soltanto devono possedere, come si è detto, conoscenze ed esperienze appropriate, ma — analogamente a quanto stabilito dalla SEC nella proposta di modifica delle regole dettate per le NRSROs <sup>(101)</sup> — non possono essere autorizzati ad avviare o a partecipare a negoziati inerenti alle provvigioni o ai pagamenti con qualsiasi entità valutata, terzo collegato o altra persona direttamente o indirettamente collegata all'entità valutata da un rapporto di controllo. È altresì richiesto alle agenzie di *rating* di adottare disposizioni adeguate in materia di rotazione per gli analisti e le persone che approvano i loro giudizi. La retribuzione di costoro deve dipendere principalmente dall'accuratezza, dalla completezza e dall'integrità del loro lavoro, anziché dall'entità del fatturato che l'agenzia ricava dalle entità valutate o da terzi collegati <sup>(102)</sup>.

Proseguendo nell'identificazione dei contenuti salienti della proposta di regolamento in esame, vanno enucleate tre ulteriori aree di intervento, le quali — pur non potendo essere oggetto di una compiuta valutazione in questa sede — appaiono, da un canto, dense di risvolti applicativi, dall'altro, non mancano di suscitare interesse sul piano sistematico. Esse richiamano taluni aspetti, e non certo quelli di minore significato, della riflessione avviata dalla dottrina giuridica straniera e successivamente sviluppata anche a livello europeo grazie alle numerose iniziative precedentemente menzionate.

Va quindi ricordata la necessità che le agenzie di *rating* comunichino al pubblico le metodologie, i modelli e le ipotesi di base utilizzati nel processo di *rating*: si vuol così consentire di controllare la solidità delle metodologie seguite dalle agenzie stesse e di verificare i giudizi da esse espressi, oltre a rafforzare la disciplina del mercato <sup>(103)</sup>.

Avendo presente che l'attenzione al modulo organizzatorio delle agenzie in questione non può essere esaustiva, ma che occorre dedicare l'attenzione necessaria ai dati di base a disposizione delle stesse, la proposta di regolamento — riprendendo pure sotto questo profilo i principi del codice di con-

---

<sup>(100)</sup> Allegato I, sez. B, par. 5, e settimo *considerando*, della proposta di regolamento.

<sup>(101)</sup> SEC, *Proposed Rules for Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*, cit.; v., pure, nt. 73, *supra*.

<sup>(102)</sup> Art. 6 e allegato I, sez. C, e undicesimo *considerando*, della proposta di regolamento.

<sup>(103)</sup> Art. 7 e *considerando 7 quater*, della proposta di regolamento. Si teme, però, che una piena informazione al riguardo possa creare forti disincentivi ad avvalersi delle migliori metodologie disponibili e ad investire nel loro miglioramento dal momento che i risultati raggiunti verrebbero immediatamente copiati dalle altre agenzie: AMTENBRINK-DE HAAN, *Regulating*, cit., p. 18.

dotta della IOSCO <sup>(104)</sup> — esige non solo che i *ratings* emessi e comunicati siano basati sull'analisi di tutte le informazioni rilevanti per le metodologie di *rating*, ma anche che le informazioni utilizzate siano di qualità sufficiente e provengano da fonti affidabili <sup>(105)</sup>.

È opportuno notare come tale scelta legislativa sottenda la consapevolezza che le valutazioni delle agenzie di *rating* sono rivolte prevalentemente ad operatori di mercato sofisticati (banche ed altri investitori istituzionali), in grado di esaminare criticamente i *ratings* alla luce delle proprie analisi e ricerche, contribuendo così a mitigare il conflitto di interessi proprio delle agenzie in parola.

Benché il punto non possa che essere sfiorato, esso offre argomenti per articolare qualche implicazione di più ampio respiro sugli obiettivi di un intervento regolamentare in materia. Non è un caso, allora, che quanti riconducono la disciplina delle agenzie di *rating* entro l'alveo della « *securities law* », non evitano di sottolineare come tale intervento dovrebbe perseguire l'efficienza del mercato piuttosto che la tutela degli investitori <sup>(106)</sup>.

L'osservazione del modello economico delle agenzie di *rating* invita, poi, ad interrogarsi sul grado di effettività della prescrizione secondo cui le agenzie medesime sorvegliano i propri *ratings* e li rivedono costantemente con cadenza almeno annuale insieme alle metodologie utilizzate <sup>(107)</sup>,

---

<sup>(104)</sup> IOSCO, *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*, May 2008, cit., sez. I, lett. A, par. 1.7, che recita: « A CRA should adopt reasonable measures so that the information it uses in assigning a rating is of sufficient quality to support a credible rating. If the rating involves a type of financial product presenting limited historical data (such as an innovative financial vehicle), the CRA should make clear, in a prominent place, the limitations of the rating ».

<sup>(105)</sup> Art. 7, par. 2, e dodicesimo *considerando*, della proposta di regolamento. Sembra persino superfluo soffermarsi ad evidenziare, del resto, la mancanza, per prassi internazionale, di una specifica verifica in forma di *audit* o di *due diligence* sulle informazioni fornite alle agenzie di *rating* dagli emittenti e rilevanti ai fini contabili. Da qui la possibilità — come gli scandali finanziari hanno rivelato — che *managers* disonesti possano sfruttare la reputazione di cui le agenzie medesime godono: GOMMELLINI, *Gli scandali*, cit., pp. 599 s.

<sup>(106)</sup> Cfr., per questa tesi, ROUSSEAU, *Enhancing the Accountability*, cit., pp. 40 s., che — dopo aver argomentato perché gli investitori istituzionali non sono privi di difese nel mercato del credito — estende questo discorso anche agli investitori *retail*, i quali, per un verso, possono investire le proprie risorse finanziarie mediante i primi, beneficiando dei vantaggi informativi in loro possesso, per l'altro, possono diversificare il proprio portafoglio aspettandosi lo stesso rendimento per il livello di rischio assunto degli operatori qualificati. Appare allora coerente ritenere che un intervento pubblico in materia debba mirare a rendere disponibili per gli investitori tutte le informazioni necessarie per valutare il rischio di credito.

<sup>(107)</sup> Ciò è richiesto in particolare quando intervengano modifiche significative in grado di incidere sulle valutazioni del merito di credito: e v. art. 7, par. 4, nonché sedicesimo *considerando*, della proposta di regolamento. Merita segnalare che il quinto paragrafo del medesimo articolo stabilisce in capo alle agenzie di *rating* — in caso di cambiamento delle metodologie, dei modelli o delle principali ipotesi di *rating* — l'obbligo di comunicare immediatamente, tramite gli stessi mezzi di comunicazione utilizzati per la distribuzione dei ra-



sol che sirifletta, fra l'altro, sui costi di un monitoraggio continuo <sup>(108)</sup>.

Ed ancora, un importante capitolo è rappresentato dagli obblighi in tema di comunicazione e di trasparenza, allo scopo, fra l'altro, di permettere agli investitori — sulla scia delle raccomandazioni del *Financial Stability Forum* (FSF) <sup>(109)</sup> — di distinguere fra *rating* di prodotti strutturati e *rating* di prodotti tradizionali, prescrivendo l'uso di un simbolo aggiuntivo che garantisca una chiara differenziazione delle categorie di *rating* attribuite ai primi dalle categorie di *rating* utilizzate per tutte le altre entità, strumenti finanziari o obbligazioni <sup>(110)</sup>.

Da quanto sinora esposto emerge come l'interesse del legislatore comunitario tenda a concentrarsi sulla struttura organizzativa e sulle modalità operative delle agenzie di *rating*, in una visione attenta a salvaguardare la fiducia dei partecipanti al mercato, vista alla stregua di un « bene pubblico », e, in definitiva, come una componente essenziale della stabilità finanziaria.

---

*tings* interessati, quali *ratings* ne saranno probabilmente influenzati, di rivedere i *ratings* interessati con la massima tempestività e comunque non oltre sei mesi dal cambiamento e, nel frattempo, di tenerli sotto osservazione, di rivalutare tutti i *ratings* basati su tali metodologie, modelli o ipotesi fondamentali se, dopo la revisione, l'effetto complessivo dei cambiamenti influenza i *ratings*.

<sup>(108)</sup> Si osserva che tale monitoraggio, da un lato, non può avvantaggiarsi del lavoro congiunto, sul piano dell'acquisizione delle informazioni, svolto nella fase iniziale da banche di investimento, studi legali ed altri soggetti coinvolti nell'operazione, dall'altro, che gli emittenti hanno scarsi incentivi a trasmettere ulteriori (cattive) informazioni dopo l'attribuzione del *rating* iniziale: cfr. HILL, *Regulating the Rating Agencies*, cit., p. 71; sostiene che il tempestivo aggiornamento del *rating* non dovrebbe essere preminente in un intervento pubblico, in considerazione del fatto che le agenzie di *rating* devono fronteggiare un *trade-off* fra rapidi e lenti cambiamenti delle proprie valutazioni, DITTRICH, *The Credit Rating Industry*, cit., pp. 128 s.

<sup>(109)</sup> FINANCIAL STABILITY FORUM, *Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience*, 7 april 2008, pp. 34 ss.; Id., *Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience. Update on Implementation*, 2 April 2009, p. 13.

<sup>(110)</sup> Art. 8, par. 3, e diciottesimo *considerando*, della proposta di regolamento.

Per garantire la trasparenza delle procedure e dei processi interni, il successivo art. 9 dispone che le agenzie di *rating* divulgano integralmente le informazioni di cui all'allegato I, sez. E, riguardanti, fra l'altro, i conflitti di interessi, le metodologie e le ipotesi fondamentali di valutazione del merito di credito, nonché la natura generale della loro politica di retribuzione. Esse, inoltre, devono divulgare periodicamente i dati sui tassi storici di inadempimento relativi alle categorie di *rating*. È interessante notare che — al fine di mettere a disposizione del mercato (e rendere più agevolmente comparabili) dati rilevanti standardizzati sui risultati dei soggetti che ci occupano — il CESR deve creare un registro centrale pubblico contenente tali dati. La disposizione sopra citata richiede, infine, alle agenzie oggetto del nostro discorso di fornire alle autorità competenti taluni elementi quali, ad esempio, l'elenco dei venti principali clienti in ordine di fatturato.

Per ripristinare la fiducia del pubblico nell'attività di *rating*, le agenzie di *rating* del credito devono pubblicare una relazione di trasparenza annuale (art. 10 e allegato I, sez. E, parte III) e conservare una documentazione circa la loro attività (artt. 5-7 e allegato I, sez. B, par. 7-9).

Un elemento di fragilità del sistema risiede, peraltro, nella predisposizione di un complicato meccanismo di registrazione e di supervisione delle agenzie di *rating* del credito <sup>(111)</sup>. Benché l'iscrizione in appositi albi o registri e la vigilanza conseguente a tali iscrizioni rappresentino un modello sovente utilizzato per regolare i soggetti che operano nel mercato dei capitali, occorre, affinché possa compiersi un significativo passo avanti nella direzione di una maggiore concorrenza ed *accountability* delle agenzie di *rating* <sup>(112)</sup>, che lo stesso sia costruito e gestito in modo adeguato.

Se è vero che va attribuito un rilievo preminente alla preoccupazione di evitare la frammentazione regolamentare e che l'approccio dotato di maggiore effettività non può che essere quello della cooperazione transfrontaliera fra regolatori nazionali <sup>(113)</sup>, suscitano perplessità la ripartizione dei poteri di registrazione e di vigilanza in capo alle autorità dello Stato membro di origine ed a quelle dello Stato ospite <sup>(114)</sup>, così come l'assenza di un efficace mecca-

---

<sup>(111)</sup> Il regolamento proposto affida il compito di provvedere alla concessione, alla vigilanza e alla revoca della registrazione all'autorità competente dello Stato membro di origine, ovvero di quello in cui l'agenzia ha la propria sede legale (cfr., per la relativa procedura, artt. 12-17) ed identifica un unico punto di registrazione presso il CESR. Si ritiene, infatti, che quest'ultimo sia nelle condizioni migliori per fungere da sportello unico per le domande e da punto centrale per l'informazione ed il coordinamento di tutte le autorità di vigilanza della Comunità europea. Sono previste regole particolari quando le domande di registrazione siano presentate da un gruppo di agenzie di *rating* (art. 14 *bis*). La registrazione è valida per l'intero territorio della Comunità europea dopo che la decisione di concessione della stessa emessa dall'autorità competente dello Stato membro di origine ha acquisito efficacia a norma della pertinente legislazione nazionale (art. 12, par. 2). La pubblicazione dell'elenco aggiornato delle agenzie di *rating* avviene a cura della Commissione entro trenta giorni dalla notifica da parte dell'autorità competente dello Stato membro di origine (art. 15, par. 3). Particolare attenzione merita, inoltre, l'esplicita previsione secondo cui le autorità competenti, nell'esecuzione delle proprie funzioni, non interferiscono con il contenuto dei *ratings* o delle metodologie (art. 20, par. 1 e).

<sup>(112)</sup> Per una descrizione delle luci e delle ombre del meccanismo imperniato sulla registrazione, cfr. ROUSSEAU, *Enhancing the Accountability*, cit., pp. 56 s., che osserva, fra l'altro, come esso possa consentire ai nuovi *raters* di entrare nel mercato, riconoscendone l'*expertise* e la qualificazione. Si teme, tuttavia, che l'introduzione di un meccanismo di registrazione e di supervisione « di alto profilo » potrebbe accentuare la propensione degli investitori a fare eccessivo affidamento sui giudizi delle agenzie di *rating* (AMTENBRINK-DE HAAN, *Regulating*, cit., p. 25), indicata quale una delle cause dell'attuale crisi dei mercati finanziari (PARTNOY, *Overdependence of Credit Rating Was a Primary Cause of the Crisis*, in <http://ssrn.com/abstract>, *passim*).

<sup>(113)</sup> IOSCO, *International Cooperation in Oversight of Credit Rating Agencies*, Note, March 2009, in [www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD257](http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD257), spec. pp. 3 ss.

<sup>(114)</sup> Va detto, tuttavia, che il regolamento proposto non manca di configurare specifiche forme di collaborazione fra le autorità nazionali competenti, volte a promuovere — come chiarito nella *Relazione alla proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo alle agenzie di rating del credito*, cit., p. 11 — una cultura di vigilanza comune. Allo scopo di creare una « piattaforma efficace per lo scambio di informazioni in materia di vigilanza tra le autorità competenti e per il coordinamento delle loro attività e delle misure di vigilanza » è prevista l'istituzione di un « collegio di autorità competenti ».

simo di soluzione dei conflitti nel caso in cui sia queste ultime sia il CESR si trovino in disaccordo con l'autorità dello Stato di origine per quanto concerne, in particolare, la revoca della registrazione.

8. — Da quanto finora esposto emergono indici di un approccio alla tematica che ci occupa quanto mai articolato. Non si può negare che la discussione sull'opportunità o meno di un intervento normativo non può prescindere da una valutazione costi-benefici. È ciò implica innanzitutto la necessità di fissare il contesto al cui interno condurre tale valutazione, nonché la definizione degli obiettivi che si vorrebbero perseguiti da una disciplina pubblicistica delle agenzie di *rating*.

Per meglio comprendere la rete di interessi e di valori al cui interno misurare le ricadute positive e negative di una siffatta disciplina, è bene precisare come uno dei problemi di maggiore spessore sistematico e di notevole importanza pratica sollevato dall'attività delle agenzie di *rating* riguarda l'incidenza delle valutazioni da esse espresse sulle decisioni degli investitori in capitale di credito. In tale prospettiva, non sembra superfluo rimarcare che il *rating*, pur essendo rilevante nelle scelte di investimento, costituisce di per sé un'opinione riferita esclusivamente al merito di credito, e non anche alla complessiva adeguatezza dell'investimento <sup>(115)</sup>.

L'atteggiamento degli investitori parrebbe verosimilmente destinato a mutare in periodi di accresciuto rischio sistemico, nei quali le agenzie di *rating* dovrebbero rilasciare tempestivi avvertimenti e chiari segnali affinché gli investitori possano porre in essere razionali strategie di *exit*. Evidenze empiriche, suffragate anche da un'analisi in chiave economica, dimostrano però come vi sia soltanto una limitata correlazione fra l'assegnazione di un basso *rating* e la decisione degli investitori di liquidare il proprio investimento. Questa conclusione scaturisce dalla duplice considerazione che in situazioni di crisi gli investitori non sono in grado di distinguere fra diversi livelli di qualità degli *assets* degli emittenti e tendono a ritirare in massa le risorse investite. Ne discendono ulteriori ragioni di scetticismo verso il ruolo delle agenzie di *ra-*

---

in grado di contribuire all'applicazione armonizzata delle disposizioni del regolamento ed alla convergenza delle prassi di vigilanza, i cui membri dovrebbero designare tra loro un « facilitatore », con il compito di presiedere alle riunioni del collegio, di predisporre procedure di coordinamento scritte e di coordinarne l'attività (art. 25 e *considerando* 24 *bis* e 24 *ter*). Infine, tenuto conto della portata internazionale dell'attività di *rating*, è richiesto uno scambio di informazioni con le autorità competenti di paesi terzi, finalizzato allo svolgimento delle loro funzioni (art. 29). Ciononostante, è proprio sul sistema di cooperazione fra le autorità nazionali competenti e sul meccanismo di scambio di informazioni fra esse che si sono appuntate le maggiori critiche, come si evince sia dal già menzionato *Rapporto de Larosière* (THE HIGH-LEVEL GROUP ON FINANCIAL SUPERVISION IN THE UE, *Report*, cit., p. 19, par. 67) sia dal succitato *Parere della Banca centrale europea*, cit., par. 10.

<sup>(115)</sup> RHODES, *The Role*, cit., p. 341; DITTRICH, *The Credit Rating Industry*, cit., p. 11, per l'affermazione secondo cui in una decisione di investimento la valutazione del merito di credito possa rappresentare nulla più che uno soltanto fra i diversi *inputs* che concorrono a formarla.

*ting*, in generale, e verso la loro capacità di superare le asimmetrie informative nelle crisi finanziarie, in particolare <sup>(116)</sup>.

Bisogna considerare, d'altronde, che un eventuale declassamento sotto la soglia del c.d. « *investment grade* » può rivelarsi assai problematico: ed infatti, per molte imprese societarie c.d. aperte, esso conduce inevitabilmente al fallimento, segnalando l'incapacità di tali società di continuare a raccogliere il capitale di credito necessario a svolgere le proprie operazioni.

L'affermazione può essere illustrata osservando come — accanto alla possibilità di drastiche decisioni di disinvestimento da parte degli investitori, soprattutto istituzionali — bisogna tenere conto delle conseguenze derivanti dall'impiego, nella contrattualistica internazionale, dei *rating triggers* — ovvero di clausole contrattuali che attribuiscono al finanziatore specifici diritti (dall'aumento del tasso di interesse all'escussione delle garanzie, dall'accelerazione nei tempi di rimborso del prestito allo scioglimento del vincolo contrattuale) — la cui attivazione può implicare fortissime crisi di liquidità, rapide perdite di fiducia da parte degli investitori, e persino il *default* o il fallimento dell'emittente <sup>(117)</sup>.

Questo spiega la « riluttanza » delle agenzie di *rating* a declassare i titoli oggetto di valutazione e, allo stesso tempo, diminuisce l'efficacia dei *ratings* del credito quali strumento di *corporate governance* <sup>(118)</sup>. E tuttavia, il fatto che un « *downgrade* » possa implicare un improvviso peggioramento delle condizioni finanziarie di una società rappresenta, comunque, una realtà che le agenzie di *rating* dovranno considerare ed inserire nei propri modelli e nelle proprie prassi operative <sup>(119)</sup>.

---

<sup>(116)</sup> Sono le conclusioni cui giunge, anche sulla base della teoria economica, KUHNER, *Financial Ratings Agencies: Are They Credible? — Insights into the Reporting Incentives of Rating Agencies in Times of Enhanced Systemic Risk* —, in *Schmalebach Business Review*, vol. 53, 2001, pp. 2 ss.

<sup>(117)</sup> C.A. FROST, *Credit Rating Agencies*, cit. pp. 9, 26 s. Una chiara dimostrazione dei pericoli che i *rating triggers* possono comportare per l'autonomia di giudizio delle agenzie di *rating* proviene, ancora una volta, dalla serie di eventi che hanno portato *Enron* al fallimento: e v., per una puntuale ricostruzione della vicenda, CACCHI PESSANI, *Corporate governance, sistema dei controlli e intermediari reputazionali negli Stati Uniti d'America dopo il caso Enron*, in *G. comm.*, 2003, I, p. 778, nt. 93.

<sup>(118)</sup> Cfr., in merito, MACEY, *Efficient Capital Markets*, cit., p. 406, il quale, muovendo dalla già accennata configurazione dei « *downgrades* » sotto l'« *investment grade* » quali « *self-fulfilling prophecies* » (cfr. nt. 30, *supra*), conclude che essi possono effettivamente rappresentare una « *corporate nuclear bomb* », e rileva, a proposito del caso *Enron*, come il mercato abbia respinto la valutazione di « *investment grade* » dei relativi titoli di debito già prima che le agenzie di *rating* esercitassero il proprio potere di declassare i titoli medesimi. Da qui la notazione che un declassamento da parte delle agenzie di *rating* assomiglia più ad un « necrologio » che ad una « profezia »: e v. COFFEE jr., *Gatekeepers*, cit., pp. 35, 285, il quale sottolinea come, in assenza di una reale concorrenza fra esse, può essere razionale dal punto di vista dei *competitors* nominali evitare di investire risorse nel personale o nel monitoraggio necessari a scoprire il declino finanziario di una società prima che esso diventi di pubblico dominio.

<sup>(119)</sup> HILL, *Rating Agencies Behaving Badly*, cit., p. 1151.

È quanto mai opportuno sottolineare, inoltre, che la limitata rilevanza dell'informazione sui « fondamentali » (ossia sulle effettive condizioni patrimoniali dell'emittente) nella determinazione del prezzo fa sì che vi sia una debole interrelazione fra quest'ultimo e la valutazione del merito di credito.

9. — Gli spunti appena proposti conducono ad escludere che il *rating* possa rappresentare una guida affidabile negli scelte di investimento. Vale la pena, allora, di domandarsi se sia possibile fornire una tutela *ex post* agli investitori in caso di erronea valutazione del merito di credito, grazie ad un inasprimento del regime di responsabilità delle agenzie di *rating*.

Sotto il profilo che qui interessa, è agevole osservare come, nel momento in cui tutte le informazioni diventano disponibili, le agenzie di *rating* possano essere in astratto ritenute responsabili del danno subito dal pubblico degli investitori <sup>(120)</sup>, sebbene i fattori che influenzano il giudizio di responsabilità — vale a dire, l'esattezza del livello di *rating* attribuito e la tempestività nell'aggiornarlo — non siano noti *ex ante* <sup>(121)</sup>.

Eppure, non appena si abbandonino i discorsi di teoria generale e si guardi all'effettiva praticabilità delle soluzioni astrattamente prospettabili sul terreno che stiamo indagando, ci si avvede di una sostanziale immunità delle agenzie in questione dalla responsabilità per il danno causato all'informato da una condotta meramente colposa.

È ben noto che nel diritto statunitense le agenzie di *rating* sono esonerate dal rispetto di rilevanti disposizioni della *securities law* <sup>(122)</sup> e godono — gra-

---

<sup>(120)</sup> S'intende qui tralasciare il tema della risarcibilità del danno lamentato dall'emittente o dall'investitore a causa di una valutazione del merito di credito comunicata in esecuzione di uno specifico contratto concluso dalla agenzie di *rating* con tali soggetti. In tal caso, stante la riconduzione della condotta lesiva alla zona della responsabilità contrattuale, i problemi attengono alla ricostruzione delle regole del rapporto in base alle quali imputare il danno, nonché alla verifica della validità delle clausole di limitazione della responsabilità: cfr., per un'attenta disamina, WYMEERSCH-KRUTHOF, *Regulation and Liability*, cit., pp. 18 ss.; v., pure, DRICO, *La responsabilità*, cit., pp. 516 ss., dove un'esposizione dei casi più significativi al riguardo decisi dai giudici americani.

<sup>(121)</sup> Saldando la prospettiva appena indicata con i risultati cui siamo pervenuti nei paragrafi precedenti, emerge, d'altronde, ancora una volta con chiarezza la netta differenza sussistente fra le agenzie di *rating* e gli altri *gatekeepers* (o intermediari dell'informazione): cfr., per un'analisi in tal senso, DITTRICH, *The Credit Rating Industry*, cit., spec. p. 144.

<sup>(122)</sup> Per una migliore intelligenza della situazione, merita ricordare che la *Rule 436(g)* del *Securities Act* del 1933 prevede un'esenzione da responsabilità per le NRSROs, in quanto dispone che il *rating* da queste assegnato ad una classe di strumenti finanziari non dovrebbe essere ritenuto parte del « *registration statement* » preparato o certificato da un soggetto di cui alle *sections 7* e *11* del medesimo atto legislativo. Inoltre, sebbene l'attribuzione di un dato *rating* possa considerarsi un « *material misstatement* » vietato dal § 10(b) del *Securities Exchange Act* del 1934 e dalla *Rule 10b-5* delle « *General Rules and Regulations* » emanate dalla SEC e, analogamente, il mancato aggiornamento dello stesso alla luce di nuove informazioni possa rappresentare una « *material omission* », per poter azionare la succitata disciplina federale occorre altresì che tali comportamenti siano posti in essere sa-

zie alla riconduzione della propria attività alla semplice diffusione di « opinioni » — della protezione offerta dal Primo Emendamento. Si osserva, peraltro, che, se l'analogia con l'attività giornalistica può apparire non del tutto priva di fondamento nel campo dei *ratings* non sollecitati, essa si carica di implicazioni problematiche non appena ci si affaccia al mondo dei *solicited ratings*, operando in tal caso l'agenzia di *rating* in modo simile al revisore nei rapporti con l'emittente <sup>(123)</sup>. Ed è proprio dalla complessa tematica della responsabilità delle società di revisione verso i soggetti diversi dall'emittente che possono trarsi spunti utili ad un più corretto inquadramento della questione che ci occupa.

A livello sistematico, si tratta, infatti, di indagare se ed in qual misura il sistema della responsabilità civile — alla luce della duplice funzione, riparatoria e deterrente, attribuitagli — possa rappresentare il corollario di una possibile regolazione pubblica e di verificare quanto spazio vi sia per un intervento disciplinare « dal basso », attuato dai giudici per il tramite delle sanzioni civili <sup>(124)</sup>.

D'altro canto, in un'ottica di *policy*, non sembra fuori luogo ipotizzare che alla base dell'esenzione delle agenzie di *rating* dalla responsabilità per *negligence* possano esservi — non diversamente da quanto riscontrato per le società di revisione — la consapevolezza della notevole concentrazione del mercato e la preoccupazione che un maggior rigore sotto questo aspetto finisca per ridurre ulteriormente i protagonisti <sup>(125)</sup>. Si comprende, allora, l'impor-

pendo che un danno possa aver luogo (in base al c.d. « *scienter standard* ») o, quanto meno, nella consapevolezza che la dichiarazione possa essere falsa ovvero nell'indifferenza circa la sua veridicità ed accuratezza (essendo ritenuta sufficiente la c.d. « *recklessness* »). Discende da quanto detto che le NRSROs sono responsabili in base alla disciplina federale soltanto per la propria condotta fraudolenta: PARTNOY, *How and Why*, cit., p. 34, testo e nt. p. 30; COFFEE jr., *Gatekeepers*, cit., p. 302.

<sup>(123)</sup> Cfr., per queste considerazioni, GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, Milano 2008, pp. 414 s.

<sup>(124)</sup> L'interrogativo è posto da GIUDICI, *La responsabilità civile*, cit., p. 413, nella consapevolezza che — diversamente dal dibattito sull'opportunità di introdurre regole munite di sanzioni pubbliche rivolte a sottoporre ad un controllo preventivo le agenzie di *rating* — il funzionamento del sistema della responsabilità civile dipende dai singoli ordinamenti nazionali.

<sup>(125)</sup> La preoccupazione che il mercato possa crollare a causa della netta sproporzione fra la provvigione pagata dal cliente/emittente e l'« astronomica » responsabilità verso gli investitori, appare ancora più grave di quanto sia per le società di revisione (cfr., sul tema, PRESTI, *La responsabilità del revisore*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2007, I, pp. 166 ss.; GIUDICI, *Il dibattito sulla limitazione di responsabilità delle società di revisione. La prospettiva italiana*, in *La società per azioni oggi*, cit., 2, p. 992), dal momento che mentre queste ultime ricevono compensi pari a decine di milioni di dollari per la revisione di grandi società ad azionariato diffuso, la provvigione delle agenzie di *rating* è tipicamente fissata — come si è detto — in due o tre punti del valore complessivo dell'emissione. Il timore di gravare le agenzie in parola di costi assai elevati si acuisce, poi, nei sistemi giuridici europei caratterizzati — diversamente da quello statunitense dove, nel 1995, con il *Private Securities Litigation Reform Act* (PSLRA) è stata introdotta la *section 21D(f)* del *Securities Exchange Act*

tanza di ricercare un contemperamento di diverse esigenze: mitigare il rischio di sanzioni catastrofiche senza intaccare eccessivamente la forza dissuasiva della responsabilità civile.

Non essendo certo possibile ripercorrere in questa sede l'analisi dei multi-formi profili della giurisprudenza d'oltreoceano <sup>(126)</sup>, fondamentalmente riconponibili in un articolato rapporto dialettico fra l'istanza di tutela dei soggetti danneggiati e l'interesse generale alla produzione ed alla circolazione delle informazioni sul mercato primario, vale la pena di domandarsi se l'introduzione di una serie di doveri giuridicamente vincolanti in capo alle agenzie di *rating* consenta di costruire su nuove e più solide basi la loro responsabilità verso il pubblico degli investitori, rimuovendo una delle principali difficoltà concretamente incontrate dai giudici statunitensi e destinata ad avere un peso tutt'altro che trascurabile anche nei nostri sistemi giuridici continentali, costituita dall'assenza di regole legislative eteronome intese a disciplinare, *ex ante* ed in modo compiuto, le attività svolte dalle agenzie in parola in vista dell'attribuzione della valutazione del merito di credito.

Fermando l'attenzione sul nostro ordinamento, vale ricordare che il tema si collega, evidentemente, alla riflessione sull'attenuazione della linea di confine fra responsabilità contrattuale ed extracontrattuale e non può non risentire della riconduzione del comportamento delle agenzie di *rating* all'uno o all'altro polo di questa alternativa <sup>(127)</sup>.

Giova rilevare che, qualora si propenda per un modello di responsabilità per inadempimento, fondato sull'affidamento suscitato dalle dichiarazioni delle agenzie di *rating*, la previsione di obblighi puntuali in capo alle medesime aiuterebbe a precisare e ad integrare lo *standard* di diligenza qualificata *ex art.* 1176, comma 2°, c.c. ed alleggerirebbe l'onere della prova a carico degli investitori.

---

che prevede la c.d. *proportionate liability* — dalla solidarietà dell'obbligazione risarcitoria. Da qui l'ulteriore considerazione che il rischio di essere chiamati a risarcire l'intero danno, pur costituendo uno stimolo a compiere ricerche più approfondite ed aggiornamenti più regolari, può tradursi in un aumento del prezzo del servizio ed indurre *ratings* « *self-protection* » e non immuni da un certo « conservatorismo »: cfr., per questa discussione, COFFEE *jr.*, *Gatekeepers*, cit., pp. 303 s.

<sup>(126)</sup> La giurisprudenza statunitense è ampiamente riportata da DRIGO, *La responsabilità*, cit., pp. 521 ss.; nonché da GIUDICI, *La responsabilità civile*, cit., pp. 413 ss.; sui limiti di una potenziale responsabilità quale meccanismo di controllo *ex post* delle agenzie di *rating*, cfr. PINTO, *Control and Responsibility of Credit Rating Agencies in the United States*, Brooklyn Law School Legal Studies Research Paper No. 119, October 2008, in <http://ssrn.com/abstract=1277406>, pp. 15 ss., che ritiene preferibile la combinazione di meccanismi reputazionali, di un intervento pubblico diretto e di una maggiore concorrenza rispetto ai costi legati alle liti private.

<sup>(127)</sup> Cfr., anche per gli opportuni riferimenti dottrinali, PERRONE, *Le società*, cit., pp. 1139 ss.; nonché DI RIENZO, *La responsabilità verso terzi nella valutazione del merito creditizio delle imprese*, in AA.VV., *Le fonti private del diritto commerciale*, Atti del convegno di studi, Catania, 21 e 22 settembre 2007, a cura di DI CATALDO-SANFILIPPO, Milano 2008, pp. 280 ss.



Qualora si volesse accogliere, invece, la prospettiva della responsabilità extracontrattuale per il pregiudizio sofferto da quei soggetti terzi che, facendo affidamento sulle dichiarazioni delle agenzie di *rating*, abbiano investito (oppure, come nei clamorosi scandali finanziari in precedenza ricordati, abbiano omesso di disinvestire) nei titoli di un dato emittente, non ci si può nascondere come la previsione di un generale dovere di controllo e di aggiornamento dell'affidabilità delle fonti da cui provengono le informazioni utilizzate rende giuridicamente rilevante la mancata verifica dell'esattezza e della veridicità delle informazioni stesse o il non tempestivo cambiamento della valutazione del merito di credito.

Permane, tuttavia, in entrambi i casi, il disagio di provare il nesso di causalità fra tale valutazione e la specifica scelta di investimento, non appena si tenga conto della ricordata posizione secondo cui i giudizi delle agenzie di *rating* hanno natura di mere opinioni, anziché di raccomandazioni agli investitori <sup>(123)</sup>.

Per tutto quanto siamo venuti sinora asserendo, pare di poter concludere per l'opportunità di attribuire una prevalenza all'azione pubblica rispetto a quella privata nella regolazione delle agenzie di *rating*. I medesimi rilievi suggeriscono, inoltre, che esse possono interpretare un ruolo complementare, ma certo non esclusivo, sul piano della tutela degli investitori, essendo destinate ad operare in sinergia con le tradizionali regole del diritto societario (si pensi al sistema del capitale sociale o alla disciplina degli amministratori) e con le garanzie di fonte contrattuale.

---

<sup>(123)</sup> PERRONE, *Le società*, cit., p. 1042, che sottolinea il maggior peso assunto sotto il profilo della rilevanza causale dall'autonoma decisione da parte dell'investitore, tanto da consentire se non altro la prospettazione di un concorso del danneggiato *ex art. 1227, comma 1º, c.c.*; sul punto, cfr., inoltre, FACCI, *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, in *Contratto e impr.*, 2008, pp. 180, 189 ss.

