

30 ottobre 2012

## Le agenzie di rating tra crisi dei modelli di mercato e criticità dei processi di regolamentazione

di Aretta Benedetti

Associato di Diritto amministrativo presso l'Università degli Studi di Milano-Bicocca

Abstract Il saggio traccia l'evoluzione e si sofferma sulle caratteristiche dell'attuale quadro regolatorio riguardante le agenzie di rating, sia con riferimento all'ordinamento statunitense che a quello europeo. La trattazione tocca i temi della legittimazione, dell'affidabilità e della responsabilità delle agenzie di rating. In particolare si evidenziano le ragioni dell'apparente paradosso per cui l'attività valutativa delle agenzie è oggetto, nell'epoca presente, di una più articolata regolamentazione pubblicistica, diretta a incrementarne l'affidabilità, ma, nello stesso tempo, anche di norme che ne riducono la rilevanza giuridica, al fine di preservare la funzionalità dei meccanismi di mercato sui quali si basa. This paper draws and looks at the features of the current regulatory framework concerning the rating agencies, with reference to both American and European system. The analyses aims at evaluating the legitimacy, the credibility and the responsibility of the rating agencies. In particular, this article underlines the apparent paradox related to their evaluation activity: the public power aims to strengthen the regulation in order to increase the rating's credibility; at the same time the law reduces its legal value, with the intent of preserving the market's mechanisms on which it is based.

Sommario: Premessa. - I. In tema di legittimazione delle agenzie di *rating* – 1. Le agenzie di *rating*: *Reputational Intermediaries* rilevanti per gli ordinamenti statali. - 2. La legittimazione di mercato “drogata” delle agenzie di *rating*. La disciplina di riforma statunitense. - 3. Il processo di riforma europeo. Il dibattito italiano in tema di legittimazione delle agenzie. - II. l'affidabilità dei giudizi di *rating* e la problematica responsabilità delle agenzie – 4. L'impossibile terzietà di un modello di valutazione *issuer-pays*. I limiti della disciplina in tema di conflitti di interesse. – 5. I limiti delle forme di autodisciplina, tramite i codici di condotta. Trasparenza delle metodologie di analisi e vigilanza pubblica. 6. L'arduo percorso verso l'affermazione della responsabilità delle agenzie. - Considerazioni conclusive.

## Premessa

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

I termini della questione sono stati portati ad evidenza da fatti ormai ben noti, come il fallimento del colosso americano *Lehman Brothers*, nel 2008, che godeva di valutazioni di *rating* ampiamente favorevoli fino alla vigilia del collasso; o il repentino e simultaneo declassamento del *rating* dei principali Stati dell'eurozona, nell'estate del 2011, che ha avuto conseguenze deflagranti per alcune economie europee, costringendo le istituzioni comunitarie ad un faticoso rincorrersi di misure di stabilità e di salvataggio (che, peraltro, hanno messo a nudo le profonde lacerazioni alla base dello stesso processo di integrazione europea).

Il dato che è emerso con evidenza da queste vicende è che poche agenzie, operanti in condizioni di sostanziale oligopolio (si consideri che le le c.d. *Big Three*[\[1\]](#) detengono circa il 95% del mercato mondiale dei servizi di *rating*) esercitano un solido potere di orientamento dei volatili mercati finanziari, sulla base di una reputazione che, nonostante le opache procedure valutative adottate e i malcelati conflitti di interesse, continua a elegerle più "affidabili" tra tutti gli intermediari finanziari.

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

Non casualmente le riforme legislative degli ultimi anni (e quelle ancora oggi in esame) tendono a rafforzare progressivamente forme di vigilanza pubblica sull'operato delle agenzie; ad incrementare la qualità della loro attività, riducendone, al contempo, la rilevanza giuridica negli ordinamenti; a ricostruire su più solide basi la responsabilità delle agenzie quali intermediari in grado di orientare (e quindi anche di ledere) la libertà di scelta degli investitori[\[2\]](#).

È forse ancora presto per verificare se l'insieme dei provvedimenti adottati negli ultimi anni, quasi parallelamente negli Stati Uniti e in Europa, sia in grado di invertire i termini del paradosso segnalato da uno dei maggiori studiosi americani della materia, F. Partnoy, il quale, un decennio fa, evidenziava come le agenzie di *rating* avessero visto crescere in misura esponenziale il proprio potere di mercato, senza che ciò fosse realmente riconducibile ad un'aumentata qualità dei propri giudizi, il cui valore informativo era, al contrario, decresciuto nel tempo[\[3\]](#).

Il paradosso trova il proprio ancoraggio nella specifica rilevanza acquisita dalle agenzie di *rating* nel mercato, anche per effetto del ruolo ad esse riconosciuto dai regolatori pubblici e in un modello (c.d. *issuer pays model*) che pone le agenzie in uno strutturale conflitto di interessi, lasciando così del tutto aperte le questioni relative alla legittimazione, all'affidabilità, alla responsabilità delle agenzie stesse.

Scopo del presente contributo è, perciò, quello di tracciare l'evoluzione e operare una ricostruzione del quadro giuridico vigente, al fine di spiegare le ragioni per cui le riforme più recenti tendano, per un verso, a regolamentare il mercato del *rating* per renderlo maggiormente affidabile (in funzione di tutela degli investitori), e, per altro verso, a ridurre la rilevanza giuridica dei giudizi di *rating* all'interno degli ordinamenti (quanto meno in quello statunitense), proprio al fine di recuperare la genuinità di quei meccanismi di mercato ai quali lo strumento appartiene.

## I. In tema di legittimazione delle agenzie di *rating*

### 1. Le agenzie di *rating*: *Reputational Intermediaries* rilevanti per gli ordinamenti statali.

È ben nota l'espressione con la quale, nel corso di un'intervista rilasciata per un'emittente televisiva nel 1996, l'editorialista statunitense Thomas L. Friedman paragonò il potere dell'agenzia di *rating* Moody's a quello della superpotenza americana: quest'ultima in grado di distruggere lanciando bombe e la prima in grado di distruggere tramite il *dowgrading* dei titoli[4]. Un paradosso che, nella sua sorprendente attualità, porta l'attenzione sull'enorme potere di agenzie prive di alcuna legittimazione di tipo politico[5].

Per spiegare questa particolarità occorre riferirsi al modello anglosassone dei c.d. *Reputational Intermediaries*, che identifica la collocazione delle agenzie di *rating* nei mercati finanziari e che, pur avendo un carattere meta-giuridico, appare centrale per cogliere lo stesso peculiare atteggiarsi della regolamentazione giuridica rispetto a questi soggetti e al loro modo di produrre il bene "fiducia".

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

In modo specifico gli "intermediari reputazionali" sono operatori, anch'essi privati, che rispondono alla necessità di offrire determinati beni informativi (necessari al fine di consentire la conclusione di singoli scambi) laddove sussistano fisiologiche asimmetrie informative tra offerenti e acquirenti[6]. In quanto la funzione dell'intermediario è volta a incrementare la fiducia negli scambi, la sua attività può risolversi anche nella segnalazione dell'idoneità del prodotto allo scopo che l'acquirente intende realizzare, al di là della concreta trasmissione delle informazioni: i meccanismi fiduciosi operano, in tal senso, nel presupposto che un controllo sia stato effettivamente svolto e che quelle informazioni siano disponibili, anche se non sono concretamente trasmesse. Gran parte delle certificazioni di mercato sono articolate secondo questo meccanismo, nell'intento di offrire ai consumatori degli orientamenti segnaletici che presuppongono un'attività di verifica, a prescindere dal concreto corredo informativo che le certificazioni sono in grado di trasmettere[7].

Questa precisazione è importante per cogliere le caratteristiche e le peculiarità dei giudizi di *rating*, che, assegnando un simbolo alfanumerico ad un titolo (o all'emittente), sulla base di una scala di simboli, orientano le decisioni di investimento in quanto segnalano il grado di fiducia che si può riporre nel fatto che quell'emittente sarà in grado, in futuro, di onorare gli impegni assunti. Com'è stato sottolineato, il *rating* non certifica alcunché ma opera una sorta di previsione di un comportamento futuro, non trasmettendo informazioni oggettive ma piuttosto valutazioni effettuate sulla base dei dati disponibili da parte delle agenzie stesse[8].

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

Così sono nate, negli Stati Uniti, le prime agenzie di *rating*, agli inizi del Novecento, come operatori specializzati in grado di fornire giudizi attendibili sull'affidabilità dei titoli o degli emittenti nei mercati finanziari. Come hanno evidenziato gli studiosi statunitensi, i primi decenni di attività delle agenzie furono caratterizzati dalla perfetta funzionalità di simile meccanismo, anche in ragione del fatto che i *credit ratings* erano interamente finanziati da *subscription fees*, il mercato era caratterizzato da basse barriere in entrata e le agenzie competevano per incrementare la propria reputazione. I *rating* erano assegnati dopo l'emanazione dei titoli e generalmente riflettevano le informazioni incorporate nei prezzi di mercato. Non si ponevano, allora, particolari questioni legate all'indipendenza delle agenzie, posto che la corretta funzionalità dei meccanismi di mercato incentivava comportamenti indipendenti: tramite gli scambi ripetuti tendono, infatti, ad essere premiati gli operatori in grado di fornire le migliori prestazioni, con una conseguente maggiore qualità dei propri giudizi.

Secondo la ricostruzione operata dalla dottrina statunitense, la virtuosità di tale meccanismo di legittimazione reputazionale ha cominciato ad incrinarsi quando i giudizi di *rating* hanno cominciato ad essere utilizzati in funzione di alleggerimento dei costi della regolazione dei mercati finanziari. Si è, così, verificato che strumenti nati secondo dinamiche di mercato, hanno ricevuto un'implicita legittimazione per effetto dell'attenzione loro riservata dai regolatori, prima, e dai legislatori, poi, assumendo un'*overreliance* che ne ha distorto gli stessi meccanismi di funzionamento<sup>[9]</sup>.

## **2. La legittimazione di mercato “drogata” delle agenzie di *rating*. La disciplina di riforma statunitense.**

Negli Stati Uniti la vicenda ha origine negli anni Trenta, quando le prime norme in tema di vigilanza prudenziale della SEC cominciarono a richiamare i giudizi di *rating*, in particolare vietando a banche, assicurazioni, fondi pensione di detenere titoli *low-rated* e incentivando l'acquisto di titoli *investment grade*. Rinvii analoghi si sono moltiplicati nel tempo.

In Europa il fenomeno si è manifestato in tempi più recenti, ma ha acquisito una notevole rilevanza, anche per impulso di accordi internazionali: l'esempio più noto è rappresentato dall'accordo c.d. “Basilea 2”<sup>[10]</sup>, del 2003, sui requisiti di capitale delle banche operanti a livello internazionale (ma esteso alle banche operanti a livello locale dalle direttive europee 2006/48/CE e 2006/49/CE), che richiede agli istituti che non sono in grado di sostenere sistemi di *rating* interno per la valutazione del rischio di credito, di ricorrere ai *rating* delle agenzie internazionali<sup>[11]</sup>.

Secondo la chiave di lettura offerta dallo studioso americano Partnoy, questi rinvii hanno, di fatto, modificato il ruolo delle agenzie di *rating*, che, da meri intermediari informativi, sono divenute dispensatrici di *regulatory licenses*, poiché autorizzate a stabilire chi avesse le qualità per rimanere sul mercato e chi no e in grado di esercitare un autentico potere nei confronti degli emittenti delle obbligazioni.

Ciò avrebbe determinato anche una crescita artificiosa della domanda di *rating*, che ha creato i presupposti per il passaggio all'attuale configurazione del mercato, in cui le agenzie non sono incaricate dagli investitori ma dagli stessi soggetti emittenti, interessati a dotarsi di giudizi di *rating* (possibilmente favorevoli) per poter collocare utilmente i propri titoli (*issuer-pays model*).

Le conseguenze sulla legittimazione “percepita” delle agenzie sono facilmente intuibili: come infatti sottolineano gli autori americani, la “copertura” offerta dai regolatori del mercato finanziario alle

agenzie, per il tramite dei rinvii normativi ai loro giudizi, ha amplificato la legittimazione delle agenzie stesse, a prescindere dall'effettiva funzionalità dei meccanismi premiali e sanzionatori di mercato. Paradossalmente i mercati, "rassicurati" dai regolatori, sono stati meno vigilanti sull'operato delle agenzie, con la conseguenza che le stesse hanno continuato a vedere aumentare il proprio potere di mercato nonostante i fallimenti che si sono succeduti nel tempo.

Se l'analisi è corretta, si possono comprendere le ragioni per cui non sia stata affatto risolutiva la riforma introdotta negli Stati Uniti nel 2006 con il *Credit Rating Agency Reform Act* (di fatto la prima disciplina giuridica riguardante il sistema del *rating*) con cui si è tentato di incrementare l'affidabilità delle agenzie, senza tuttavia rimuovere i presupposti che avevano determinato l'*overreliance* dei relativi giudizi.

La legge ha introdotto l'obbligo di registrazione delle agenzie di *rating*, come requisito d'ingresso nel mercato delle NRSO (*National Recognised Statistical Rating Organization*) e incaricato la SEC di vigilare sui conflitti di interesse e sulla trasparenza dell'operato delle agenzie (senza possibilità di disciplinarne le metodologie di valutazione). In base a tali norme la SEC ha prodotto una normativa secondaria molto articolata, mediante la quale ha tentato di incrementare la competitività del mercato, che si è però mantenuto sostanzialmente oligopolista[12]. Questo quadro regolatorio ha incrementato il valore giuridico dei giudizi di *rating*, divenuti elemento di semplificazione (se emessi da NRSOs) anche nell'ammissione degli strumenti finanziari al *listing* e all'offerta al pubblico.

Solo con l'ultima legge di riforma, il *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, del 2010, si è tentato di invertire il processo, riducendo la rilevanza giuridica dei giudizi di *rating*, attraverso l'eliminazione di una serie di riferimenti normativi idonei a inserire i giudizi di *rating* nell'attività di vigilanza sui mercati finanziari, bancari, assicurativi. Ai sensi della *Section 939A* del *Dodd-Frank Act*, la SEC ha cominciato, perciò, un'opera di attenta rimozione di una serie di norme regolamentari volte a rinviare a vari fini ai *rating* quali requisiti per l'ammissibilità delle transazioni o della quotazione di titoli di varia natura[13].

Il tentativo è quello di riportare i *rating* alla loro originaria natura di valutazioni indipendenti, il più possibile prive di un valore legale idoneo a ricondurre specifici benefici giuridici agli emittenti dei titoli soggetti a *rating*: si tenta così di ridurre l'*overreliance* dei giudizi di *rating* e di riattivare la funzionalità dei meccanismi di mercato.

### **3. Il processo di riforma europeo. Il dibattito italiano in tema di legittimazione delle agenzie.**

La fiducia che ha caratterizzato, per una certa fase storica, anche l'orientamento dei regolatori europei nei confronti dei giudizi delle agenzie di *rating* emerge con evidenza ove solo si esamini il quadro regolatorio italiano degli ultimi anni Novanta. Leggi come la l. n. 130 del 30 aprile 1999, in tema di cartolarizzazioni, o quelle di modifica del testo unico della finanza, degli stessi anni, sono significative dell'apertura del legislatore nell'attribuire ai giudizi delle agenzie di *rating* una funzione qualificatoria ai fini dell'ammissibilità di una serie crescente di operazioni finanziarie nel mercato[14]. Queste stesse norme prevedono che le agenzie che formulano i *rating* debbano essere a loro volta qualificate, dimostrare cioè di possedere taluni requisiti idonei a consentire una registrazione delle agenzie stesse presso i relativi organi di vigilanza, quali in particolare la Consob e la Banca d'Italia[15].

Le frammentate e settoriali disposizioni nazionali trovano oggi ricomposizione all'interno di un quadro regolatorio comunitario che ha acquisito uno spessore crescente negli ultimi anni. Occorre premettere

che l'Unione europea ha sempre dimostrato una forte resistenza a occuparsi del sistema di *rating*, preferendo lasciare la funzionalità dello strumento alle dinamiche di mercato, come emerge dalla direttiva *market abuse* (2003/125/CE del 22 dicembre 2003), che aveva escluso dal suo ambito di applicazione le agenzie di *rating*[16]; sotto questo profilo appare significativa anche la Comunicazione della Commissione 2006/C 59/02, che aveva respinto la proposta del Parlamento europeo, formulata nel 2003, di istituire un'Autorità di vigilanza e un sistema di registrazione delle agenzie di *rating*, nel presupposto che il quadro regolamentare esistente, pur del tutto embrionale, fosse sufficiente a garantire il corretto funzionamento del mercato dei servizi di *rating*.

Il precipitare della crisi e i gravi scandali che hanno coinvolto le agenzie di *rating* hanno poi convinto il legislatore europeo a seguire le orme di quello americano e a formulare un quadro organico di qualificazione delle agenzie e di vigilanza del relativo mercato. Con il regolamento n. 1060/2009 del Parlamento europeo e del Consiglio del 16 settembre 2009, ulteriormente modificato nel 2011[17], sono state poste norme volte a qualificare i *rating* delle agenzie registrate e rivolti al pubblico, al fine di incrementarne l'affidabilità e tutelare i risparmiatori. I poteri di vigilanza sulle agenzie sono esercitati dall'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati ESMA (*European Securities and Markets Authority*), istituita con Regolamento UE n. 1095/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 24 novembre 2010, con l'espressa finalità di "tutelare i valori di pubblico interesse quali l'integrità e la stabilità del sistema finanziario, la trasparenza dei mercati e dei prodotti finanziari e la tutela degli investitori" (11° considerando). Il quadro regolatorio è stato completato il 30 maggio 2012, attraverso quattro regolamenti delegati della Commissione, riguardanti vari aspetti dell'attività delle agenzie nel rapporto con l'Autorità di vigilanza[18].

La scelta di regolare il mercato non è stata accompagnata da misure che in modo significativo abbiano indotto a ridurre la rilevanza giuridica dei giudizi di *rating* per effetto dei rinvii operati dalle numerose norme tuttora vigenti[19].

In questo quadro il problema della legittimazione delle agenzie continua a essere oggetto di valutazioni discordanti e costituisce un terreno di indagine di indubbio interesse, anche per le implicazioni di carattere sistematico che presenta. Lo studioso di *civil law* è maggiormente incline a ricondurre i fenomeni di rilevanza pubblicistica ad una legittimazione di carattere politico, ancorata al potere pubblico e, in qualche modo, ad esso collegata.

Sotto quest'aspetto il dibattito italiano in materia, anche recente, è significativo nella misura in cui si interroga sulla riconducibilità delle agenzie di *rating* alle tradizionali figure di ausiliari dei poteri pubblici, o di *munera* pubblici, di gianniniana memoria[20]: il presupposto è che l'attività da esse svolta sia la risultante di funzioni originariamente pubblicistiche, poi privatizzate, o piuttosto di un'improbabile pubblicizzazione, operata dalle norme di legge di cui si è detto, secondo una sorta di "effetto Re Mida"[21].

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

Lo stesso dibattito oltre-oceano assume, infatti, il dato della presenza di rinvii normativi all'attività delle agenzie di *rating* come un elemento problematico, ma non perché idoneo a determinare l'ingresso delle agenzie nella sfera pubblica, quanto perché capace di introdurre rilevanti distorsioni rispetto al funzionamento del modello di legittimazione di mercato che è caratteristico delle agenzie stesse. Non casualmente la risposta di quell'ordinamento alle disfunzioni del sistema è nel segno di una riduzione dei rinvii legislativi, al fine di restituire i meccanismi di mercato alla genuinità delle proprie dinamiche.

Peraltro non pare dubbio che le stesse norme europee di regolamentazione dei sistemi di *rating* si pongano non nella prospettiva di un'assunzione di responsabilità pubblica circa i risultati dell'attività delle agenzie di *rating*, quanto piuttosto in quella della correzione dei fallimenti di mercato che derivano essenzialmente dalla scarsa capacità dei destinatari dei giudizi di *rating* di poter vigilare sulla qualità dei giudizi, sui conflitti di interesse, sulla qualificazione delle agenzie. L'obiettivo è dunque quello di qualificare a fini di tutela, non di assumere il fenomeno nella sfera pubblica rifondandone la legittimazione su basi diverse da quelle di mercato: in questo senso gli interventi di riforma vanno nella giusta direzione, anche se permangono aree fortemente problematiche, come emerge con chiarezza ove lo stesso quadro normativo sia analizzato nella prospettiva dell'affidabilità dei giudizi di *rating* o in quello della responsabilità delle agenzie.

## **II. L'affidabilità dei giudizi di *rating* e la problematica responsabilità delle agenzie**

Il fatto che l'autorevolezza delle agenzie di *rating* sia cresciuta a prescindere dall'effettivo incremento di valore informativo e di attendibilità dei relativi giudizi non costituisce l'opinione di alcuni ma un'evidenza empirica. È infatti un dato osservabile (anche solo scorrendo le vicende significative della crisi nei mercati finanziari in atto) come spesso i giudizi di *rating* non siano tempestivamente aggiornati in rapporto al sopraggiungere di elementi di valutazione significativi; come frequentemente le agenzie palesino una resistenza a operare *downgrade* che peggiorano la situazione finanziaria dell'emittente[22], o, all'opposto, nel caso di *rating* non sollecitati e non ancorati ad uno specifico mandato, manifestino una tendenza ad annunciare eventuali *downgrade* con un anticipo fin troppo sospetto, per non parlare dei casi in cui le agenzie sono state accusate di voler manipolare il mercato, anche mediante la diffusione di informazioni non accurate[23].

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

### **4. L'impossibile terzietà di un modello di valutazione *issuer-pays*. I limiti della disciplina in tema di conflitti di interesse.**

Il quadro regolatorio che si è tratteggiato, sia negli Stati Uniti che in Europa, lascia inalterata la conformazione giuridica dei rapporti tra agenzie di *rating* ed emittenti i titoli nel mercato finanziario, che, com'è noto, è basata sul modello *issuer-pays*. Secondo tale modello, l'agenzia, soggetto terzo tra l'emittente i titoli e i destinatari della valutazione del rischio di credito connesso ai titoli stessi, è legata contrattualmente all'emittente, che ha interesse a sostenere i costi delle valutazioni al fine di orientare le

decisioni d'investimento.

La strutturazione di un simile rapporto rende di per sé evidente come l'utilità informativa attesa dallo strumento rischi di perdere la propria genuinità e, in assenza di correttivi, di essere particolarmente esposta al rischio di valutazioni compiacenti. Non solo: la particolare "contiguità" tra agenzie di *rating* ed emittenti i titoli soggetti a *rating*, idonea a inficiare la non obiettività del giudizio stesso, può manifestarsi mediante modalità più subdole, come hanno dimostrato gli studi condotti sull'emissione di *rating* relativi ai prodotti di finanza strutturata. Così se i modelli matematici di valutazione e previsione utilizzati dalle agenzie sono già conosciuti dagli emittenti prima dell'emissione dei titoli, i prodotti potranno essere strutturati enfatizzando gli elementi di valutazione positivi; o piuttosto se le agenzie non sono obbligate a verificare la correttezza delle informazioni fornite dagli emittenti, saranno probabilmente formulate valutazioni erroneamente favorevoli[24].

Negli Stati Uniti la prevenzione dei conflitti di interesse è divenuto l'obiettivo principale del *Dodd-Frank Act*, che ha ridisegnato la *governance* delle agenzie, imponendo, al loro interno, un consiglio di amministrazione, per la metà costituito da amministratori indipendenti e chiamato a vigilare sui conflitti di interesse[25]. Inoltre è stata rafforzata la vigilanza "esterna" tramite un organismo specializzato della SEC (OCR – *Office of Credit Ratings*), nel presupposto che le attività e le *performance* delle agenzie di *rating* rivestano una questione di interesse pubblico (H.R. 4173 - §931, *Findings*) e che l'analogia tra il ruolo da esse rivestito rispetto a istituti come la revisione di bilancio, nei mercati finanziari, giustifichi un analogo livello di regolamentazione.

La disciplina europea si muove nella stessa direzione, e, ciononostante, appare ancora embrionale rispetto a quella della revisione contabile. A differenza delle società di revisione, nel caso del *rating* l'attività relativa non è affatto riservata alle agenzie qualificate, potendo essere liberamente esercitabile e non essendo soggetta a particolare disciplina se non rivolta al pubblico. Semmai ai *rating* provenienti da soggetti qualificati è riservato un trattamento di maggiore favore, anche ai fini dell'utilizzazione del *rating* a fini della regolazione.

Inoltre, similmente a quanto statuito nelle leggi di riforma statunitensi, le misure di prevenzione dei conflitti d'interesse sono rimesse in gran parte all'autodisciplina delle agenzie, che dovrebbero comunicare tempestivamente gli eventuali conflitti; affidare la valutazione a meccanismi di rotazione in modo che i singoli agenti valutatori siano meno esposti ad atteggiamenti collusivi; rendere le valutazioni dei singoli analisti indipendenti dal fatturato che l'agenzia ricaverà per effetto del rapporto con l'entità valutata. Non si pone un esplicito circa la possibilità che una stessa agenzia compia attività di consulenza oltre che di valutazione del credito, aspetto che costituisce uno dei pilastri della riforma del sistema della revisione contabile, specialmente dopo l'emanazione della legge americana *Sarbanes-Oxley Act*, del 2002[26]. Nel caso dei *rating*, il regolamento n. 1060/2009 si limita a riconoscere che "non è opportuno che un'agenzia di *rating* presti servizi di consulenza" o "formuli proposte e raccomandazioni per quanto riguarda la concezione di uno strumento finanziario strutturato" salvo che la prestazione di servizi ausiliari "non crei potenziali conflitti di interesse con l'emissione del *rating*" (22 considerando). E la valutazione del "se" sussista o meno un conflitto di interessi è rimessa sostanzialmente all'agenzia.

Si coglie quindi tutta la distanza tra tale disciplina e quella parallela della revisione del bilancio, che, anche nella sua articolazione di diritto interno, tiene in espressa e distinta considerazione i conflitti di interesse sia esterni che interni, nella consapevolezza che le persone giuridiche non sono portatrici di interessi omogenei (essendo sedi di composizione di interessi diversi) e che ogni società può essere inserita in una rete di soggetti collegati, idonei ad inficiarne l'effettiva indipendenza (anche per i collegamenti indiretti che possono caratterizzare controllati e controllori) e quindi l'attendibilità dei giudizi.

Ciò detto, nel caso delle agenzie di *rating* la disciplina comunitaria sembra, in qualche modo, assumere come ineluttabili taluni conflitti di interessi, come risulta dall'avvertimento contenuto nel decimo considerando del regolamento, che pare presupporre un margine di inattendibilità dei giudizi di *rating*: “Coloro che utilizzano i *rating* di credito non dovrebbero affidarsi ciecamente a tali valutazioni ma dovrebbero sempre procedere con la massima attenzione alla propria analisi e all’opportuna diligenza dovuta prima di affidarsi a tali *rating*”.

## **5. I limiti delle forme di autodisciplina, tramite i codici di condotta. Trasparenza delle metodologie di analisi e vigilanza pubblica.**

La spinta, sia negli Stati Uniti che in Europa, all’estensione della regolamentazione pubblicistica delle agenzie di *rating* sembra segnare il tramonto della stagione in cui si era ritenuto di poter affidare alla sola (ed esclusiva) autodisciplina delle agenzie la garanzia di interessi fondamentali per il mercato, come la qualità dei giudizi di *rating*; la correttezza nella definizione delle metodologie di analisi; l’esclusione dei conflitti di interesse. Tale stagione aveva trovato la sua consacrazione con la pubblicazione da parte dello IOSCO (*International Organization of Securities Commission*) di una serie di principi, prima, e di un codice di condotta, nel 2004 (*Code of conduct for credit rating agencies*), che avrebbe dovuto indirizzare l’attività di autodisciplina delle agenzie, innescando un meccanismo virtuoso nel mercato.

Ma su questo terreno si è registrato l’ennesimo fallimento dei meccanismi reputazionali di mercato: a causa della difficoltà di intercettare tempestivamente le violazioni del codice da parte del pubblico al quale i giudizi di *rating* sono rivolti, è rimasto sostanzialmente non operativo quel meccanismo di *comply and explain*, per cui le agenzie sarebbero tenute a spiegare ogni “non conformità” della propria condotta, proprio al fine di mantenere la propria reputazione.

Del resto le agenzie hanno ampiamente negato, in passato, che i propri codici di condotta, ove effettivamente adottati, potessero essere intesi come parti integranti dei regolamenti contrattuali con le parti, assegnando quindi implicitamente a tali strumenti un valore poco superiore a quello di bei manifesti di buone intenzioni, ampiamente derogabili.

Come invece emerge con chiarezza negli stessi ultimi documenti dello IOSCO, l’effettività dei principi di disciplina e di correttezza dell’operato delle agenzie, è ancorata alla capacità delle regolazioni dei diversi paesi di incorporare i principi stessi, incaricando le autorità pubbliche di vigilare ed, eventualmente, sanzionare il mancato rispetto del codice da parte delle agenzie. Del resto i principi dello IOSCO costituiscono la nervatura attorno alla quale si stanno sviluppando le iniziative regolamentari pubblicistiche (misure di garanzia della qualità e integrità del *rating process*; indipendenza rispetto ai conflitti di interesse; trasparenza e *disclosure* relativa alle metodologie di analisi; trattamento delle informazioni confidenziali) che, infatti, presentano notevoli similitudini nei diversi paesi[27].

L’aspetto interessante della regolamentazione statunitense ed europea sta nel fatto che la strutturazione delle regole e dei controlli tiene sempre conto del carattere privato e “non delegato” dell’attività svolta dalle agenzie. Si incentiva, perciò, l’adesione ai codici di condotta e si assume come un elemento rilevante la conformità a simili codici; si istituiscono forme di controllo interne e si richiede che ci sia piena trasparenza e *disclosure* con riferimento alla comunicazione dei casi di conformità o non conformità a tali regole.

L’obiettivo di garantire una maggiore accuratezza dei giudizi di *rating*, in particolare, non viene promosso mediante la definizione “esterna” di metodologie di analisi[28], bensì mediante la definizione

di vincoli procedurali idonei a evidenziare, da parte delle agenzie, le modalità di reperimento delle informazioni, l'aggiornamento delle stesse, le metodologie di calcolo e di valutazione, le motivazioni che assistono la modificazioni delle proprie previsioni e dei propri giudizi. Sia nella legislazione americana che in quella europea, il rispetto di simili metodologie è affidato in primo luogo ai controlli interni, che le agenzie devono istituire, e sulla cui correttezza vigila l'autorità pubblica. Il regolamento comunitario espressamente statuisce che né l'Autorità di vigilanza, né la Commissione o altre autorità degli Stati membri "interferiscono con il contenuto del *rating* di credito o con le relative metodologie" (art. 23).

Emerge dunque con evidenza come la consapevolezza dell'inidoneità dei soli meccanismi reputazionali di mercato nel garantire la qualità dei *rating* non si traduca in una pubblicizzazione dello strumento: l'attività delle agenzie appartiene pur sempre ad una dinamica privata, che diviene però oggetto di regolamentazione pubblica, a garanzia della produzione del "bene pubblico" - fiducia, la cui salvaguardia richiede lo stabile temperamento tra valori economici e non economici[29].

## **6. L'arduo percorso verso l'affermazione della responsabilità delle agenzie.**

Nonostante non emergano, dall'attuale quadro regolatorio, disposizioni specifiche riguardanti la responsabilità delle agenzie di *rating*, è opinione condivisa che la stesa sia ascrivibile al modello generale di responsabilità "per informazione inesatta" nel mercato, che caratterizza la posizione degli intermediari finanziari[30]. La problematica si pone con specifico riferimento alla tutela delle situazioni dei terzi destinatari dei giudizi, che non sono legati alle agenzie da specifici rapporti contrattuali ma che possono essere lesi nella propria libertà negoziale da giudizi che abbiano creato aspettative e che permangano invariati al mutare delle situazioni effettuali (è il caso tipico di un giudizio di *rating* che si mantenga positivo o non sia tempestivamente modificato nonostante l'emittente divenga insolvente).

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

La manifesta irriducibilità dell'operato delle agenzie di *rating* ai meccanismi virtuosi del modello reputazionale di mercato, e quindi l'inoperatività, di fatto, della sanzione rappresentata dalla perdita di reputazione quale presupposto per la perdita della propria posizione di mercato, ha reso insopportabile la perpetuazione di un simile presupposto giustificativo per garantire una sfera di sostanziale immunità delle agenzie.

Ciò coinvolge la stessa dinamica del rapporto tra potere pubblico e agenzie di *rating*, che è insensato continuare a rappresentare come improntato alla garanzia di una mera libertà di opinione. Non casualmente il quadro regolatorio emerso dalle riforme degli ultimi anni si muove nella dimensione

dell'assolvimento di una funzione pubblica di controllo e di disciplina rivolta a libertà di tipo economico, volte alla produzione di servizi nel mercato. Così il *Dodd Frank Act* riconduce la necessità che le agenzie di *rating* siano soggette allo stesso livello di responsabilità di altri intermediari nel mercato (tra i quali le società di revisione), nel presupposto che esse forniscono “*evaluative and analytical services on behalf of clients*” (SEC 931, Findings, 3).

Il regolamento europeo continua a definire il *rating* di credito quale *opinion*, che nell'edizione italiana è tradotto quale “parere relativo al merito creditizio” di titoli o di emittenti i titoli. Similmente alla disciplina della revisione di bilancio, che utilizza il medesimo termine<sup>[31]</sup>, l'*opinion* enfatizza i caratteri di un giudizio che non giunge mai ad essere un'autentica certificazione (a maggior ragione nel caso del *rating* al quale si chiede la previsione di eventi futuri), attestandosi a valutazione professionale, condotta sulla base di criteri tecnici, idonea a generare fiducia nei terzi.

Ma il fatto stesso che la regolamentazione europea ponga tra i suoi obiettivi prioritari la garanzia della “qualità” dei giudizi di *rating*, colloca le figure in esame non nel *market place of ideas* ma nel *market place tout court*<sup>[32]</sup>, in cui si producono beni (i giudizi di *rating*) che debbono soddisfare determinati requisiti qualitativi, quantomeno a livello di trasparenza e rigore delle metodologie adottate, nonché di prevenzione dei conflitti di interesse.

È così che il potere pubblico assolve il suo ruolo fondamentale di “riduttore delle asimmetrie informative” nei mercati finanziari, secondo la felice espressione utilizzata da Predieri, nel caso specifico regolando le “condizioni di affidabilità” di operatori privati chiamati a formulare “previsioni di affidabilità”, sia pure intrinsecamente opinabili<sup>[33]</sup>.

Tuttavia, come dimostrano i casi più eclatanti di fallimento dei giudizi di *rating*, le circostanze che rendono più difficoltosa, nel caso delle agenzie, l'affermazione della responsabilità rispetto ad altri intermediari, sono diverse: non è, ad esempio, irrilevante il fatto che il giudizio di *rating* sia formulato a valle di altre certificazioni, quali in particolare le certificazioni di bilancio, che possono rivelarsi false e fuorvianti, senza che siano chiamate in causa le agenzie di *rating*<sup>[34]</sup>. Analoghe problematiche sussistono nel reperimento dei dati e della documentazione da parte dell'emittente, che può produrre documentazione falsa o fornire dati parziali ai valutatori, idonei a inficiare il giudizio.

Le analisi empiriche hanno poi dimostrato come uno specifico motivo di fallimento dei giudizi di *rating* sia rappresentato dall'utilizzo di metodologie di analisi e di previsione basate su metodi matematico/statistici consolidati ma inidonei a intercettare la specifica complessità di strumenti “nuovi” apparsi sul mercato finanziario (la problematica si è posta in modo specifico con riferimento ai prodotti di finanza strutturata).

Le agenzie operano, dunque, in una rete di relazioni che ne enfatizza l'irresponsabilità nella misura in cui fanno affidamento sull'attendibilità di dati e certificazioni che provengono da altri soggetti; al contempo sono chiamate a semplificare la valutazione di strumenti estremamente complessi, spesso senza disporre di metodologie di analisi idonee. I presupposti per affermare una piena responsabilità delle agenzie sono tutt'altro che solidi.

## Considerazioni conclusive

La regolamentazione giuridica delle agenzie di *rating* si imbatte nella specificità del modello di produzione degli affidamenti che ad esse appartiene e che fa leva sul mercato considerato non

meramente quale allocatore di risorse economiche ma propriamente come istituzione sociale, vale a dire come regolatore di relazioni sociali.

La sostanziale assenza, per una lunga fase storica, di interventi di regolamentazione derivava dalla convinzione che gli interessi dei diversi attori del mercato (dagli emittenti, agli investitori, alle stesse agenzie) potessero essere soddisfatti per effetto del solo funzionamento dei meccanismi reputazionali al suo interno. Ma l'esperienza storica ha dimostrato il contrario.

Alle distorsioni discendenti dalle fortissime asimmetrie nei mercati del *rating* (che in qualche modo disattivano la virtuosità dei meccanismi di funzionamento al suo interno), si sono aggiunte le distorsioni generate dai fenomeni di rinvio legislativo ai giudizi di *rating*, che, attribuendo una specifica rilevanza giuridica allo strumento (rimasto privato) hanno alimentato artificialmente la domanda di *rating*, e amplificato, di fatto, la legittimazione delle agenzie, riducendo la vigilanza nel mercato dei soggetti interessati.

L'orientamento, pure condiviso, volto a ridurre l'*overreliance* dei giudizi di *rating* eliminando o comunque riducendo l'entità dei rinvii legislativi, si scontra con la difficoltà di individuare strumenti altrettanto efficaci per assolvere la funzione svolta dalle agenzie[35].

Anche la regolamentazione giuridica del sistema del *rating* incontra una serie di rilevanti difficoltà. Il potere e le dimensioni assunti da delle principali agenzie di *rating* soggetti difficilmente osservabili e, al contempo, rende quanto meno ardua l'evoluzione del mercato del *rating* verso una condizione di concorrenza tra una pluralità di operatori, posto che i "nuovi entrati" sono comunque destinati a dividere le briciole del mercato e il riferimento dei requisiti di abilitazione alla "reputazione di mercato" del soggetto che la chiede, di fatto, consolida la posizione di mercato delle grandi agenzie.

Infine rimangono i problemi della vigilanza pubblica, che le ultime leggi di riforma hanno incrementato, istituendo nuovi soggetti (come l'Autorità europea di vigilanza dei mercati finanziari) o rafforzando quelli esistenti (come ha fatto il *Dodd-Frank Act* negli Stati Uniti). E tra le proposte avanzate per offrire un'adeguata vigilanza sui *rating* dei debiti sovrani, c'è anche quella di istituire (in Europa) un'apposita Autorità avente simile funzione. Il dubbio che l'istituzione di nuovi soggetti di vigilanza non implichi necessariamente un potere di vigilanza più penetrante ed efficace rimane.

Occorrerebbe riuscire a scardinare nelle fondamenta un meccanismo che ha prodotto effetti perversi nei mercati finanziari (e in particolare della finanza strutturata), per cui soggetti chiamati a valutare il rischio di credito (le agenzie) di determinati emittenti, sono pagati dagli emittenti stessi e fortemente sollecitati a rilasciare patenti di affidabilità, alle quali gli stessi regolatori finiscono con il rinviare[36]. Con la conseguenza, peraltro, di ridurre la sfera di responsabilità degli emittenti nei confronti degli investitori, ad opera di agenzie in larga parte irresponsabili, per l'insieme di ragioni che si sono evidenziate.

Il passaggio da un modello *issuer pays*, che si è visto essere strutturalmente inidoneo a garantire la terzietà delle agenzie, ad uno *investor pays*, richiede che siano risolte le problematiche che hanno originariamente portato al passaggio inverso, prima fra tutti come preservare un adeguato compenso per le agenzie a fronte di fenomeni di *free riders* che caratterizzano le informazioni/beni pubblici (quali sono i giudizi di *rating*), per il fatto che delle informazioni pubbliche possono usufruire tutti, anche coloro che non sopportano alcun costo per la produzione dell'informazione medesima.

Ma forse questa sarebbe la minore difficoltà da affrontare rispetto ad un sistema che, di fatto, assegna credibilità ad uno strumento perché più duttile, semplificante e rassicurante di molti altri e, come tale, collettore di fiducia al di là di ogni logica e di ogni evidenza.

L'intrinseca "socialità" che connota tale attività non può indurre a qualificarla come funzione

pubblicistica (come erroneamente fa qualche pubblicista) perché con essa non condivide alcun profilo di “doverosità”, intesa nella prospettiva della cura necessaria e giuridicamente rilevante dell’interesse pubblico, fosse considerato tale anche semplicemente l’interesse all’integrità del mercato e alla protezione dei risparmiatori. Né tale carattere può discendere dal fatto che la regolamentazione pubblicistica si spinge, oggi, a cercare di rendere i giudizi di *rating* più affidabili nel mercato.

Sarebbe invece auspicabile che i legislatori e i regolatori pubblici procedessero con maggiore determinazione all’eliminazione di un valore “legale”, giuridicamente rilevante del *rating*, riassegnandolo alla sua naturale dinamica di strumento di mercato, che esprime valutazioni “opinabili” e che appartiene, dunque, alle scelte negoziali libere, che non devono essere condizionate da più o meno implicite raccomandazioni pubbliche.

[1] Ci si riferisce alle ben note agenzie Moody’s, Standard & Poors, Fitch.

[2] Una problematica a sé stante, ma sostanzialmente ancora irrisolta, concerne i *rating* degli Stati sovrani, che fino ad oggi hanno ricevuto un trattamento del tutto conforme a qualsivoglia emittente (pubblico o privato) di titoli nei mercati obbligazionari. Le conseguenze deflagranti che il meccanismo dei giudizi di *rating* è in grado di produrre su intere finanze nazionali alimenta, infatti, la questione se siffatta categoria di giudizi non debba essere oggetto di misure particolari, senza che ancora si presentino, tuttavia, soluzioni convincenti e praticabili. Le proposte avanzate in Europa (come la possibilità di agenzie scelte da Autorità governative o di *rating* direttamente formulati da organismi pubblici) sollevano, in dottrina, la questione della concreta credibilità di simili strumenti alternativi. In questo senso si v. già J.C. Coffee Jr., *Ratings Reform: The Good, The Bad, and The Ugly*, working paper n. 162, 2010, in <http://ssrn.com/abstract=1650802>.

[3] F. Partnoy, *The paradox of Credit Ratings*, 2001, *San Diego Law Econ. Research Paper n. 20*, in <http://ssrn.com/abstract=285162>; Id., *How and Why Credit Rating Agencies are Not Like other Gatekeepers*, 2006, in <http://ssrn.com/abstract=900257>.

[4] “*There are two superpowers in the world today in my opinion. There’s the United States and there’s Moody’s Bond Rating Service. The United States can destroy you by dropping bombs, and Moody’s can destroy you by downgrading your bonds. And, believe me, it’s not clear sometimes who’s more powerful*” (PBS television broadcast, 13/2/1996, riportato da F. Partnoy, *The paradox of Credit Ratings*, 2001).

[5] Sul tema si v. C. Pinelli, *L’incontrollato potere delle agenzie di rating*, in *Costituzionalismo.it*, 2/2012.

[6] Il termine *Reputational Intermediaries* è spesso affiancato a *Gatekeepers*, che identifica la funzione degli intermediari volta a condizionare l’accesso al mercato. Per la disamina delle differenti teorie e del dibattito statunitense in materia si v. G. Ferrarini - P. Giudici, *I revisori e la teoria dei gatekeepers*, in

*Nuove prospettive di tutela del risparmio*, Giuffrè, Milano, 2008, 130 ss. e, da ultimo, L. Ammannati, *Mercati finanziari, società di rating, autorità ed organismi di certificazione*, in *Amministrazione in cammino*, 2012, <http://www.amministrazioneincammino.luiss.it>. Sul tema sono particolarmente significativi gli scritti di J.C. Coffee, tra i quali *The Acquiescent Gatekeeper: Reputational Intermediaries, Auditor Independence and the Governance of Accounting*, maggio 2001, *Columbia L. & Econ.*, Working Paper No. 191, in <http://ssrn.com/abstract=270944>; *Understanding Enron: It's About the Gatekeepers, Stupid*, luglio 2002, *Columbia L. & Econ.*, Working Paper No. 207, in <http://ssrn.com/abstract=325240>.

[7] Con riferimento a questi temi sia consentito rinviare ad A. Benedetti, *Certezza pubblica e "certezze" private. Poteri pubblici e certificazioni di mercato*, Giuffrè, Milano, 2010 e alla bibliografia ivi richiamata.

[8] Sottolinea la peculiarità del *rating* rispetto ad altri strumenti mediante i quali, invece, si certificano determinate qualità: G. Presti, *Le agenzie di rating: dalla protezione alla regolazione*, in *Jus*, 2009, n. 1, 67.

[9] F. Partnoy, *Overdependence on Credit Ratings was a Primary Cause of the Crisis*, University of San Diego, Research paper n. 9-015, 2009, in <http://ssrn.com/abstract=1430653>.

[10] Com'è noto, si tratta dell'accordo maturato in seno al comitato di Basilea, che riunisce i regolatori dei paesi del G10, più il Lussemburgo, con la funzione di individuare regole comuni e criteri di azioni in funzione per il perseguimento della stabilità nei mercati finanziari.

[11] Va detto che l'insieme dei provvedimenti successivi (c.d. "Basilea 3"), emanati per far fronte alla situazione di emergenza e criticità derivante dalla crisi del 2008, ha in parte stemperato, senza tuttavia eliminare del tutto, l'eccessivo rilievo attribuito ai giudizi di *rating* dall'accordo precedente.

[12] Così J.C. Coffee Jr., *Ratings Reform: The Good, The Bad, and The Ugly*, September 2010, 20, in <http://ssrn.com/abstract=1650802>. L'autore spiega come il capitale reputazionale sia difficile da acquisire con la conseguenza che i soggetti entrati nel mercato del *rating* non sono riusciti a scalfire la posizione di dominanza del tre maggiori agenzie, disputandosi quote irrisorie del mercato stesso e spesso risultando, in ultimo, assorbiti dalle tre maggiori.

[13] Si v. il documento della SEC, *Final Rule: Security Ratings*, del 27 luglio 2011, consultabile nel sito della Commissione <http://www.sec.gov>.

[14] Analizzando il quadro regolamentare si osserva come il *rating* sia utilizzato come criterio di valutazione del rischio d'investimento, per il calcolo delle riserve delle imprese di assicurazione o degli operatori bancari, come strumento ai fini della vigilanza prudenziale sugli operatori nei mercati finanziari, come criterio di distinzione dei titoli emessi o garantiti da Stati non appartenenti all'OCSE e così via. Per i riferimenti normativi si v. la successiva nota 19.

[15] Si v., rispettivamente, il regolamento 2 novembre 1999, n. 12175 della Consob, in tema di requisiti di professionalità e criteri di indipendenza delle agenzie di *rating* nella valutazione del rischio di credito relativo alle operazioni di cartolarizzazione; ovvero la circolare della Banca d'Italia n. 263 del dicembre 2006 in tema di vigilanza prudenziale per le banche, tramite la quale sono individuati i requisiti per il riconoscimento delle agenzie di *rating* ai sensi della direttiva 2006/48/CE. Tra questi compare il riferimento alla correttezza della metodologia di studio impiegata, l'adozione di misure organizzative ai fini della garanzia di indipendenza e di neutralità del valutatore, la reputazione sul mercato e la trasparenza nella formulazione dei giudizi. Le agenzie qualificate secondo simili principi, assumono il nome di ECAI – *External Credit Assessment Institution*.

[16] Ai sensi della direttiva i giudizi di *rating* non erano assimilabili alle “raccomandazioni di investimento” e come tali non erano soggetti alla disciplina che le riguardava. Ai sensi della direttiva si auspicava semplicemente che le agenzie di *rating* adottassero delle procedure interne idonee a garantire la trasparenza dell’attività e la comunicazione di eventuali conflitti di interesse. Ma si trattava, per l’appunto, di un mero auspicio.

[17] Regolamento UE n. 513/2011 del Parlamento europeo e del Consiglio dell’11 maggio 2011. In Italia sono state emanate disposizioni attuative del regolamento con il d.lgs. 5 ottobre 2010, n. 176, emanato in base alla delega contenuta nell’art. 50 della legge 4 giugno 2010, n. 96. Con tale decreto, l’autorità competente ai sensi del regolamento comunitario è stata individuata nella Consob.

[18] Si v. Regolamento delegato (UE) n. 446/2012 della Commissione del 21 marzo 2012, sul contenuto dei rapporti periodici che le agenzie devono fornire all’Autorità di vigilanza; Regolamento delegato (UE) n. 447/2012 della Commissione del 21 marzo 2012, recante norme tecniche ai fini della valutazione di conformità dei metodi delle agenzie; Regolamento delegato (UE) n. 448/2012 della Commissione del 21 marzo 2012, concernente le informazioni che le agenzie sono tenute a comunicare all’Autorità di vigilanza dei mercati finanziari; Regolamento delegato (UE) n. 449/2012 della Commissione del 21 marzo 2012, recante le informazioni che le agenzie devono fornire ai fini della loro registrazione e certificazione.

[19] Tra le disposizioni che, a vario titolo, richiamano le valutazioni del merito di credito delle agenzie di *rating* internazionali, in funzione di garanzia dell’affidabilità dell’emittente, vi sono disposizioni di legge, come il d.lgs. 28 marzo 2007, n. 51, che individua il *rating investment grade* come requisito di qualità bancaria; regolamenti della Consob (si v. delibera n. 11971 del 14 maggio 1999, modificata con del. 3 maggio 2007, n. 15915 sulla disciplina degli emittenti; del. 28 dicembre 2011, in tema di vigilanza prudenziale per le sim); regolamenti della Banca d’Italia (si v. la citata circolare n. 263 del 27 dicembre 2006, relativa alle disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche); regolamenti dell’Isvap (18 luglio 2012 n. 1992 di modifica del regolam. 31 gennaio 2011 n. 36); decreti ministeriali (si v. dm sviluppo economico 5 luglio 2012) ed altri ancora.

[20] A. Maltoni, *Il conferimento di potestà pubbliche ai privati*, Giappichelli, Torino, 2005, 383 ss.; L. Pianesi, *Le agenzie di rating tra privatizzazione di funzioni pubbliche e opinioni private “geneticamente modificate”*, in *Rivista trimestrale di diritto pubblico*, 2011, 179 ss.

[21] Così L. Pianesi, *op. ult. cit.*, 207.

[22] La tendenza “conservativa” dei giudizi di *rating* viene evidenziata da G. Presti, *Le agenzie di rating: dalla protezione alla regolazione*, cit., 73.

[23] Il riferimento è alle inchieste della procura di Trani, conclusesi nell’estate 2012, nei confronti delle tre agenzie Moody’s, Standard’s and Poor e Fitch, accusate di manipolare il mercato mediante la diffusione, secondo tempistiche non casuali, di giudizi falsi sull’affidabilità dello Stato italiano, allo scopo di creare allarme nei mercati e disincentivare gli investimenti relativi ai titoli italiani.

[24] Le ipotesi formulate nel testo si riferiscono ad evidenze già riscontrate nella realtà, come sottolineano. L. Enriques e M. Gargantini, *Regolamentazione dei mercati finanziari, rating e regolamentazione del rating*, in *Analisi giuridica dell’economia*, n. 2/2010, 479.

[25] Spiegano L. Enriques e M. Gargantini, *ult. op. cit.*, 484, che già nel 2009 la SEC aveva varato delle regole volte a prevenire conflitti di interesse, obbligando gli emittenti a fornire tutte le informazioni ai fini della valutazione degli strumenti finanziari emessi, durante il periodo di vita degli strumenti stessi, ad agenzie diverse da quella che aveva effettuato la valutazione al momento dell’emissione.

[26] La legge in esame prevede infatti espressamente il divieto di cumulo, nella stessa società di revisione, delle attività di revisione contabile e di consulenza presso la società controllata (Sec. 201). Per un'analisi di questa riforma si v. S. Cacchi-Pessani, *Corporate governance, sistema di controlli e intermediari reputazionali negli Stati Uniti d'America dopo il caso Enron*, in *Giur. comm.*, 2003, I, 746 ss.

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

[28] In base allo stesso Dodd-Frank Act l'inadeguatezza o la poco accuratezza dei *rating*, in particolare nella finanza strutturata, sono il presupposto per auspicare a più accurati controlli da parte delle agenzie stesse: *"In the recent financial crisis, the ratings on structured financial products have proven to be inaccurate. This inaccuracy contributed significantly to the mismanagement of risks by financial institutions and investors, which in turn adversely impacted the health of the economy in the United States and around the world. Such inaccuracy necessitates increased accountability on the part of credit rating agencies."* (Section 939A,5).

[29] La definizione è di G. Marcou, *Esiste una nozione giuridica di regolazione?*, in *Rass. dir. pubbl. europeo*, n. 1, 2006, 20.

[30] Si v. G. Facci, *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, in *Contratto e impresa*, 2008, 164 ss. Sulla responsabilità da informazioni inesatte nel mercato si v. E. Barcellona, *Responsabilità da informazione al mercato: il caso dei revisori legali dei conti*, Giappichelli, Torino, 2003.

[31] Nella legislazione italiana, in particolare, il passaggio dall'originaria qualificazione della funzione svolta dai revisori di bilancio come "certificazione" al giudizio si è avuto con il testo unico in materia di intermediazione finanziaria, TUF n. 58/1998, che ha, per quest'aspetto, riallineato la disciplina italiana a quella d'oltre-oceano.

[32] Le espressioni sono quelle utilizzate, con riferimento all'attività informativa d'impresa, da G. Zeno-Zencovich, *Profili per uno statuto dell'informazione economica e finanziaria*, in *Dir. inform.*, 2005, 932.

[33] A. Predieri, *Lo Stato come riduttore delle asimmetrie informative nella regolazione dei mercati finanziari*, in AA.VV., *Mercato finanziario e disciplina penale*, Giuffrè, Milano, 1993, 64

[34] Si v., significativamente, le argomentazioni portate dalle agenzie di *rating* nel corso di un'audizione parlamentare relativa alla vicenda Parmalat (Commissioni congiunte, febbraio 2004), e i relativi commenti di P. Dacrema, *La crisi della fiducia. Le colpe del rating nel crollo della finanza globale*, Etas, Milano, 2008, 90 ss.

[35] Si moltiplicano gli studi in tal senso: si v., tra gli altri, A. Di Cesare, *Do Market-based indicators anticipate rating agencies? Evidence for International banks*, 2006, studio consultabile nel sito della banca d'Italia (<http://www.bancaditalia.it>)

[36] G. Di Gaspare, *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria. Dinamiche del potere finanziario e crisi sistemiche*, Cedam, Padova, 2011, 186.