

**DOTTORATO DI RICERCA IN**  
**DIRITTO DEGLI AFFARI E DIRITTO TRIBUTARIO D'IMPRESA**  
**XXVI CICLO**

**IL RUOLO DELLE AGENZIE DI RATING**  
**NEL MERCATO FINANZIARIO**

**COORDINATORE**

**CHIAR. MA PROF.SSA LIVIA SALVINI**

**TUTOR**

**CHIAR. MO PROF. FRANCESCO CAPRIGLIONE**

**DOTTORANDA**

**ANGELA TROISI**

## INDICE – SOMMARIO

<i>Introduzione</i> .....	4
---------------------------	---

### CAPITOLO I

#### LE AGENZIE DI RATING: IN GENERALE

##### **Sezione I - *Evoluzione storica del rating***

1. Origini delle agenzie di <i>rating</i> e loro profili evolutivi.....	8
2. <i>Segue</i> : il <i>rating</i> dopo la grande crisi degli anni trenta.....	10
3. <i>Segue</i> : il <i>rating</i> e la « <i>regulatory license</i> ».....	13

##### **Sezione II - *Elaborazione dei giudizi e metodologie applicative***

1. Elaborazione del <i>rating</i> : cenni sulle metodologie e tecniche d'analisi.....	16
2. <i>Segue</i> : in particolare la stima del <i>financial risk</i> .....	19
3. Elaborazioni quantitative e misurazioni tecniche.....	21
4. La valutazione <i>unsolicited</i> sui <i>rating</i> 'sovrani': criteri di assegnazione.....	24
5. Pubblicazione del giudizio e successive modificazioni.....	27

## CAPITOLO II

### FUNZIONI, FINALITÀ E REGOLAMENTAZIONE DEL RATING

#### Sezione I - *Rating e disciplina del mercato finanziario*

1.	Il ruolo dei giudizi sul mercato: funzioni e finalità.....	31
2.	<i>Rating</i> e regolazione dell'ordinamento finanziario: in generale.....	35
3.	<i>Rating</i> e normativa nazionale: la l. n. 130/1999 in materia di cartolarizzazioni....	38
4.	L'Accordo di Basilea II: <i>rating</i> e adeguatezza patrimoniale degli intermediari bancari.....	41
5.	Ulteriori applicazioni del <i>rating</i> a fini regolamentari.....	46

#### Sezione II - *Il rating nella regolamentazione europea*

1.	Il Reg. (CE) n. 1060/2009 e successive modificazioni.....	49
1.1.	<i>Segue</i> : aspetti particolari della normativa.....	52
2.	<i>Segue</i> : Il nuovo Reg. (UE) n. 462/2013.....	56
2.1.	<i>Segue</i> : i criteri disciplinari in tema di <i>over-reliance</i> e di responsabilità extracontrattuale delle agenzie di <i>rating</i> .....	60

## CAPITOLO IV

### PROBLEMATICHE ATTUALI DELL'ATTIVITÀ DI RATING.

#### Sezione I – *I conflitti di interesse*

1.	Le diverse tipologie di conflitto di interessi: l'applicazione dell'« <i>issuer-pays model</i> ».....	64
2.	<i>Segue</i> : l'offerta di servizi ancillari.....	69
3.	<i>Segue</i> : gli assetti proprietari delle società di <i>rating</i> .....	72

4.	La ricerca di soluzioni al conflitto di interessi: gli orientamenti dottrinali.....	72
----	---	----

**Sezione II – La responsabilità civile delle agenzie nei confronti degli investitori.**

1.	Attività di <i>rating</i> : ruolo e responsabilità delle agenzie.....	78
2.	La problematica relativa alla responsabilità per inesatte informazioni.....	81
2.1.	<i>Segue</i> : suo inquadramento in un ambito extracontrattuale.....	85
2.2.	<i>Segue</i> :...ovvero contrattuale.....	90
3.	Le previsioni del legislatore europeo in materia di responsabilità civile.....	92
4.	Verso un'ipotesi di responsabilità oggettiva... ..	96
	<i>Conclusioni</i> .....	100

## INTRODUZIONE

La nozione di *rating* ha assunto una rilevanza crescente nell'odierno sistema economico, sociale e finanziario. Basti considerare, infatti, le differenti accezioni in cui tale termine viene di frequente utilizzato, allorchè diviene indicativo di finalità e significati molteplici, spesso riconducibili ad espressioni di portata generale. Queste ultime, in particolare, finiscono col disancorarsi dalla natura tecnica che per solito contraddistingue il giudizio in parola, per fare spazio, invece, all'identificazione di un meccanismo formale di controllo periodico (*monitoring*) attuabile nei diversi settori della nostra società civile<sup>1</sup>.

A fondamento di tale pluralismo concettuale vi è la percezione (comune alle differenti categorie di utilizzatori) del valore intrinseco del *rating*, inteso quale strumento conoscitivo del livello di *qualità* attribuibile agli specifici assetti operativi cui esso è riferito. Tale valore si fonda sul grado di *affidabilità* riconosciuto alle valutazioni in parola e, in particolare, sulla stima (oggettiva, di natura storica, quantitativa e statistica) posta a fondamento della elaborazione analitica con cui si perviene alla definizione di determinati, differenti atti ricognitivi dell'entità oggetto d'indagine.

---

<sup>1</sup>Cfr. PRESTI, *Take the «AAA» train: note introduttive su rating*, in *Analisi Giur. Econ.*, 2012, n. 2, p. 251, ove si sottolinea che «la parola viene spesso utilizzata con un significato diverso da quello suo proprio nell'ambito originario, vale a dire il *credit rating*. Solo esemplificativamente e aneddoticamente può ricordarsi che: 1) una recente legge prevede il c.d. *rating* di legalità delle imprese (art. 5-ter d.l. 1/2012 conv. in l. 27/2012); 2) l'espressione è sempre più frequente nel settore universitario ove è stato avviato il c.d. *rating* delle riviste e delle pubblicazioni scientifiche (...); 3) il maggiore quotidiano economico nazionale ha avviato un osservatorio sull'attuazione concreta delle diverse manovre del governo Monti e l'ha denominato «Rating24»; 4) mi è capitato di vedere la pubblicità del libro di un architetto intitolato *Il rating dell'involucro edilizio*».

Nel mercato finanziario, l'elaborazione dei giudizi in parola da parte delle agenzie specializzate appare strumentale al corretto funzionamento dei processi di allocazione delle risorse monetarie; ciò in quanto, la raccolta (e la successiva diffusione) di notizie relative allo *standing creditizio* degli appartenenti al settore consente di minimizzare le potenziali distorsioni realizzabili nell'incrocio fra domanda ed offerta di strumenti finanziari<sup>2</sup>.

Sotto il profilo economico, tali distorsioni possono essere ricondotte agli effetti negativi derivanti dall'interazione che per solito si riscontra sui mercati tra logiche operative differenti. Queste ultime sono influenzate dall'esistenza di «incertezza naturale» ed «informazione asimmetrica»; fattori questi la cui realizzazione, seppur slegata da qualsivoglia nesso di strumentalità reciproca, incide sulle scelte effettuate dagli agenti e, in ultima analisi, sulla percezione del grado di «fiducia» in capo a questi ultimi.

Più in particolare, in *subiecta materia* rileva la funzione ascritta all'«informazione» che, specie nel sistema finanziario, assume un ruolo cruciale in vista del raggiungimento di adeguati livelli di stabilità e di liquidità nello svolgimento degli scambi. Conseguisce la riferibilità alla nozione di «efficienza informativa», indicativa del legame intercorrente tra la quantità/qualità dei dati e delle notizie disponibili tra gli operatori e i prezzi degli strumenti oggetto di negoziazione. E' evidente che, quanto più detta misura di efficienza si attesti a livelli elevati, tanto più il mercato finanziario è in grado di soddisfare in modalità congrue le esigenze economiche e patrimoniali delle diverse categorie di agenti.

L'opportunità di porre in essere forme ottimali di circolazione dei prodotti d'investimento è significativamente influenzata dai fattori che condizionano l'equilibrato temperamento delle variabili di incertezza, di informazione asimmetrica e di fiducia nel sistema economico.

La configurabilità di «*counteracting institutions*» - per riprendere la nota accezione usata da un'autorevole dottrina economica<sup>3</sup> - è legittimato, dunque,

---

<sup>2</sup> Cfr. MONTI E., *Le asimmetrie informative e l'attività di rating*, Roma, 1995, *passim*. e, in particolare, p. 34. Più specificamente, l'A. rileva che «l'intervento di operatori specializzati nella produzione di informazioni (...), da una parte, permette a qualsiasi investitore di superare i problemi insiti nelle fasi di *screening* e di monitoraggio delle varie opportunità di finanziamento e, dall'altra, fornisce al sistema una maggiore quantità, nonché qualità, di notizie riguardanti il rischio di credito insito in ogni investimento».

<sup>3</sup> Ci si riferisce al noto lavoro di AKERLOF, *The market for "lemons": Quality uncertainty and the market mechanism*, in *The quarterly journal of economics*, 1970, p. 499, nel quale si muove dalla considerazione

dall'impossibilità di realizzare le ipotesi a fondamento dei modelli neoclassici di mercato che imputavano a quest'ultimo canoni strutturali di informazione completa e di concorrenza perfetta<sup>4</sup>. Si è in presenza, pertanto, di una realtà economica che appare disancorata dalla possibilità di garantire equilibri duraturi e stabili nel tempo (così come a lungo prospettati dalla teoria economica); per converso, essa risulta maggiormente orientata alla realizzazione di *equilibri sostenibili*, alternativi fra loro, in cui la presenza di soggetti specializzati nelle attività di intermediazione (con particolare riguardo ai meccanismi di circolazione di dati e notizie<sup>5</sup>) è strumentale a garantire il corretto incontro tra domanda e offerta delle disponibilità monetarie<sup>6</sup>.

Alla luce di tali considerazioni, è evidente che la diffusione di giudizi di *rating* inesatti, ovvero distorti dall'influenza di fattori fuorvianti, genera non pochi effetti negativi, sia con riferimento ai generali processi di allocazione delle risorse sul mercato, sia in relazione alla situazione economica e patrimoniale dei soggetti cui solitamente sono destinati. Di tal che, l'individuazione di misure disciplinari idonee ad evitare eventuali inefficienze (operative, metodologiche, organizzative) appare strumentale a garantire il corretto funzionamento dell'intero sistema finanziario, nonché la sostenibilità nel medio-lungo periodo dei meccanismi di valutazione in parola.

E' evidente, pertanto, che l'analisi delle problematiche in parola risulta strumentale all'individuazione di interventi (regolamentari, economici e sociali) in

---

secondo cui «numerous institutions arise to counteract the effects of quality uncertainty. One obvious institution is guarantees. Most consumer durables carry guarantees to ensure the buyer of some normal expected quality. One natural result of our model is that the risk is borne by the seller rather than by the buyer» al fine di concludere nel senso che «licensing practices also reduce quality uncertainty. For instance, there is the licensing of doctors, lawyers, and barbers. Most skilled labor carries some certification indicating the attainment of certain levels of proficiency. The high school diploma, the bacca-laureate degree, the Ph.D., even the Nobel Prize, to some degree, serve this function of certification. And education and labor markets themselves have their own "brand names"».

<sup>4</sup> Cfr. MODIGLIANI – MILLER, *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*, in *The American economic review*, 1958, p. 261 ss.

<sup>5</sup> Cfr. LELAND – PYLE, *Asimmetrie informative, struttura finanziaria e intermediazione*, in AA.VV., *Efficienza e stabilità dei mercati finanziari*, a cura di Vaciago – Verga, Bologna, 1995, p. 117 ss., in cui si evidenzia che «l'asimmetria informativa è particolarmente pronunciata nei mercati finanziari, dove normalmente chi chiede prestiti conosce meglio dei finanziatori la validità delle proprie garanzie, della propria capacità e della propria rettitudine morale (...). Per i finanziatori sarebbe utile conoscere le vere caratteristiche dei soggetti finanziati, ma il "rischio morale" (*moral hazard*) ostacola il trasferimento diretto delle informazioni fra i partecipanti al mercato. (...) Senza il trasferimento di informazioni i mercati possono però funzionare male.»

<sup>6</sup> *Ibidem* e, in particolare, p. 118, ove si mette in risalto che «come risulta dal fondamentale lavoro di Akerlof [1970], da quello di Spence [1973] e dai successivi contributi di Rothschild e Stiglitz [1975] e Riley [1975; 1976], l'equilibrio dei mercati "con informazioni asimmetriche e segnalazione" può avere proprietà completamente diverse dall'equilibrio "senza trasferimento di informazioni" e dall'equilibrio "con trasferimento di informazioni diretto e senza costi". Equilibri con segnalazione possono non esistere, non risultare duraturi, o essere economicamente inefficienti».

grado di porre rimedio alle molteplici criticità che tuttora si riscontrano nel settore del *rating* creditizio. La ricerca deve proporsi, quantomeno, di offrire concreti spunti d'indagine volti a soddisfare l'esigenza di *disclosure* che, stante la crescente complessità operativa e strutturale del mercato finanziario, viene da più parti considerata un fattore cruciale nella identificazione di soluzioni volte a prevenire l'emersione di nuove instabilità nella realtà nazionale e globale.



## CAPITOLO I

### LE AGENZIE DI RATING: IN GENERALE

#### Sezione I

##### *Evoluzione storica del rating*

###### ***1. Origini delle agenzie di rating e loro profili evolutivi.***

L'indagine relativa al *rating* non può prescindere dall'analisi dei profili che ne hanno caratterizzato l'evoluzione storica. Ed invero, l'individuazione dei fattori socio-economici che hanno inciso sullo sviluppo di tale segmento operativo permette di comprendere la rilevanza al medesimo ascrivibile nell'ambito dell'odierno sistema finanziario.

Si rileva, in particolare, che l'attività di valutazione dell'affidabilità creditizia dei prenditori di fondi trova una prima, idonea collocazione nel mercato statunitense agli inizi del secolo scorso. In tale contesto, infatti, la crescente domanda di risorse finanziarie (riconnessa alla graduale industrializzazione dell'economia del tempo e, più specificamente, allo sviluppo del settore del trasporto ferroviario) ha fatto emergere l'esigenza (in capo agli investitori) di usufruire di giudizi indipendenti ed accurati sulla qualità delle emissioni azionarie ed obbligazionarie delle imprese.

Tale servizio, inizialmente offerto dalla stampa specializzata e dagli *investment bankers*<sup>7</sup>, forniva una generica certificazione dello *standing* reputazionale dei

---

<sup>7</sup> Ci si riferisce, in particolare, al periodico «*American Railroad Journal*», istituito nel 1832 con l'obiettivo di diffondere informazioni riguardanti la situazione economica, patrimoniale, societaria e finanziaria delle imprese ferroviarie. Agli inizi del Novecento, tale giornale (il cui fondatore era Henry Varnum Poor) cominciò a specializzarsi nella valutazione delle emissioni obbligazionarie e, in seguito alla fusione con *Standard Statistics*, diede vita alla nota agenzia Standard&Poor's.

soggetti operanti nel sistema finanziario e, dunque, del relativo livello di solidità economica e patrimoniale. Non a caso, si deve alla *John Moody & Company* la diffusione (nel 1900) del primo «*Manual of Industrial and Miscellaneous Securities*» contenente notizie e dati statistici relativi alle istituzioni finanziarie, alle agenzie governative e alle società industriali (*manufacturing, utilities, mining and food companies*)<sup>8</sup>.

Tali informazioni acquisiscono un primordiale valore segnaletico solo a partire dal 1909, in concomitanza con la pubblicazione di «*Analyses of Railroad Investments*» da parte della società dello stesso John Moody (che nel frattempo era stata rinominata in *Moody's Investors Service*). Ed invero, l'obiettivo di tale manuale era quello di valutare la qualità complessiva dei titoli emessi da imprese specializzate nel settore del trasporto ferroviario, sì da indirizzare gli investitori nella scelta dei profili rischio/rendimento maggiormente adatti alle loro aspettative di remunerazione.

Da tale indagine ricognitiva trae origine, altresì, la definitiva adozione dei simboli di notazione alfa-numerica (da "AAA" a "C"), ancora oggi comunemente utilizzati dalle maggiori agenzie specializzate per identificare il grado di rischio attribuibile ai prodotti finanziari oggetto di negoziazione<sup>9</sup>.

Bisognerà attendere, tuttavia, qualche decennio per addivenire alla configurazione di un vero e proprio mercato del *rating*. Più in particolare, è necessario far riferimento alla fondazione della società *Fitch Investor Service* (1913) e di *Standard&Poor's* (1941) per porre le basi operative idonee a garantire la sussistenza, all'interno di tale mercato, di un potenziale assetto concorrenziale.

Sotto altro profilo, deve sottolinearsi che i *rating* venivano per solito destinati al pubblico di risparmiatori, il quale ne usufruiva, dietro pagamento di un canone periodico, al fine di scegliere in maniera consapevole le strategie di investimento in

---

<sup>8</sup> Tale pubblicazione ottenne una diffusione inaspettata e nel giro di pochi mesi il bacino di utenti si estese all'intero mercato americano. Per approfondimenti, sia consentito il rinvio a [www.moody.com](http://www.moody.com)

<sup>9</sup> Ed invero, l'utilizzo di tale tipologia di classificazione risale alla metà dell'Ottocento; già da allora, infatti, le emissioni di titoli sul mercato obbligazionario delle società ferroviarie americane era supportato dalla diffusione di informazioni aggiuntive che taluni operatori specializzati fornivano agli investitori. Ci si riferisce alle *credit reporting agencies*, il cui compito era quello di intermediare nell'incontro tra imprese (mercantili, commerciali, bancarie, assicurative). Più in particolare, tali agenzie si impegnavano a raccogliere ed elaborare giudizi di affidabilità creditizia, fondati principalmente sui dati storici, nonché sulle pregresse esperienze commerciali dei soggetti sottoposti ad analisi.

linea con i differenti livelli di rischiosità attesa. Da qui la riferibilità al modello cd. «*investor-pays*» che assurgeva a criterio guida dell'agere delle società specializzate, orientate alla formulazione di giudizi destinati a circolare liberamente nel sistema finanziario.

A ben considerare, tale modalità operativa ha dato luogo, nel tempo, a non poche ripercussioni negative in capo alle agenzie, in termini di economicità e di profittabilità dell'attività di valutazione svolta. Ciò in quanto, la distribuzione dei giudizi presso compagini amplissime di risparmiatori alimentava la realizzazione di fenomeni di *free-riding*, a cui le agenzie stesse non erano in grado di porre puntualmente rimedio, giacché incapaci di controllare la reale portata della diffusione dei manuali esplicativi dalle medesime realizzati.

Sicché, l'impossibilità di trarre adeguati profitti monetari, congiuntamente all'incertezza relativa all'effettivo uso del *rating* tra gli operatori di mercato, hanno agito da catalizzatore nell'identificazione di nuovi modelli operativi. Questi ultimi – come si approfondirà nel corso della trattazione – si fondano sull'istituzione di rapporti sinallagmatici intercorrenti tra le società specializzate ed i soggetti emittenti i titoli finanziari. Solo a partire dagli anni '70 il modello *investor-pays* è stato sostituito dall'applicazione del cd. «*issuer-pays model*», in base al quale gli emittenti-clienti forniscono all'agenzia dati e notizie strumentali alle indagini sul relativo *standing* creditizio e, conseguentemente, ricevono il giudizio elaborato a fronte del pagamento di uno specifico corrispettivo monetario.

E' agevole dedurre che la riferibilità a siffatte logiche contrattuali alimenta l'emersione di perplessità in ordine alla correttezza e all'affidabilità delle prestazioni fornite dai *raters*, con ovvie ripercussioni sul grado di efficienza complessiva del mercato in parola.

## **2. Segue: il rating dopo la grande crisi degli anni trenta.**

La delineata evoluzione storica delle società di *rating* mette in evidenza che l'operatività di queste ultime (almeno nelle fasi di iniziale sviluppo) era circoscritta nell'ambito del solo mercato statunitense.

Più precisamente, i giudizi da esse espressi venivano orientati (in un primo momento) alla sola certificazione dei soggetti operanti nei segmenti di origine commerciale ed industriale. Successivamente, si assiste all'emersione di un crescente interesse verso gli appartenenti al settore pubblico, ove coinvolti nel collocamento e/o nella negoziazione di strumenti finanziari; da qui l'introduzione di giudizi destinati a stimare il grado di solidità finanziaria dei titoli del debito governativo americano e delle autorità amministrative locali.

Non a caso, risale al 1919 la decisione di Moody's di espandere il proprio *business* all'emissione di *rating* sovrani, con specifico riferimento agli Stati economicamente sviluppati, tra i quali rilevano la Gran Bretagna, la Francia, l'Italia ed il Giappone. Si pongono, pertanto, le basi per l'identificazione di un innovativo segmento operativo, identificabile attualmente con quello dedicato all'elaborazione dei cd. *unsolicited rating*, valutazioni (in larga parte) relative ai Paesi maggiormente industrializzati.

Tali tipologie di giudizio si caratterizzano per la mancanza di una espressa richiesta da parte del soggetto sottoposto ad esame, di tal che, l'emissione del *rating* formulato dall'agenzia appare come il risultato di una scelta operativa di natura discrezionale, priva di qualsivoglia riferimento agli interessi della potenziale controparte negoziale<sup>10</sup>.

Non a caso, negli ultimi tempi i continui *downgrade* attribuiti dai maggiori *raters* internazionali allo *standing* creditizio di alcuni Paesi dell'Unione Europea sono stati al centro di un crescente dibattito mediatico, politico ed istituzionale<sup>11</sup>; più in particolare, l'attenzione sembra rivolta alle peculiari connessioni intercorrenti tra il

---

<sup>10</sup> Cfr. CAPRIGLIONE, *Crisi finanziaria e dei debiti sovrani. L'Unione Europea tra rischi ed opportunità*, Torino, 2012, p. 53 ss. ed, in particolare, p. 59.

<sup>11</sup> Cfr. ONADO, *Cada il tabù sui sacerdoti del rating*, in un editoriale apparso su Il Sole 24Ore del giorno 13 novembre 2012. Si vedano, inoltre, *C'è qualcosa di marcio nello Stato dei rating*, pubblicato su Il Sole 24Ore del giorno 14 gennaio 2012; l'editoriale intitolato *Ignorata la bocciatura di Moody's: finisce l'era degli oracoli del rating*, apparso su *La Repubblica* del 15 febbraio 2012; nonché, l'editoriale *«Quel rating l'Italia non lo meritava»*, pubblicato su *Il Sole 24Ore* del 22 gennaio 2013. Si segnala, inoltre, l'editoriale apparso il 5 febbraio 2013 su *The New York Times*, intitolato *Standard & Poor's Stands Accused*, ove si sottolinea che *«the financial crisis could never have happened without the credit-ratings agencies issuing stellar ratings on toxic mortgage securities that inflated the bubble»*.

Sotto il profilo regolamentare, è di recente approvazione il nuovo Regolamento (UE) n. 462/2013 che modifica il precedente Reg. (CE) n. 1060/2009 in materia di *credit rating agencies*. Più in particolare, il legislatore comunitario ha proposto regole più stringenti in materia di *rating* sovrani, obbligando le società specializzate ad emettere giudizi in tempi prestabiliti ed a procedere ad eventuali modifiche per un numero di volte massimo pari a tre in un anno.

peggioramento dei giudizi in questione e l'aggravarsi delle turbolenze che di recente hanno contraddistinto i mercati internazionali<sup>12</sup>.

Deve evidenziarsi, infine, che le tecniche d'analisi utilizzate dalle agenzie hanno subito significativi mutamenti nel corso del tempo. Ciò in quanto, il grado di specializzazione e di tecnicismo adottato dalle medesime è gradualmente aumentato in relazione alla crescente complessità del mercato finanziario. Ed invero, gli eventi di crisi che si sono realizzati nei primi decenni del secolo scorso (dando luogo alla cd. *grande depressione*<sup>13</sup>) hanno fatto emergere i limiti tecnici ed applicativi delle metodologie di valutazione utilizzate dalle maggiori agenzie di *rating* operanti nel mercato statunitense. Ne è prova la constatazione del sostanziale disallineamento tra i giudizi emessi e gli eclatanti fallimenti societari che si sono realizzati in quegli anni, coinvolgendo sia il settore industriale che quello finanziario<sup>14</sup>.

Le evidenti distorsioni nelle previsioni relative allo *standing* creditizio degli operatori (caduti poi in *default*) hanno condotto ad una sostanziale rivisitazione delle procedure di assegnazione dei *rating* (in vista dell'adozione di regole di elaborazione più stringenti e metodologie più sofisticate).

Si rileva, tuttavia, che le condizioni di complessiva crescita e stabilità che hanno contraddistinto il sistema statunitense negli anni successivi alla *grande depressione* non hanno consentito di testare, sotto il profilo operativo, l'efficacia di tali innovazioni metodologiche. E' evidente che la correttezza e l'affidabilità delle stime in parola è messa su un duro banco di prova solo in periodi di forte stress macroeconomico, durante i quali sorgono non pochi dubbi sulla capacità dei *rating* assegnati di riflettere il reale merito creditizio degli emittenti. Non è un caso infatti che, con l'imperversare della recente crisi globale, le agenzie di *rating* sono state annoverate tra i soggetti coinvolti nello scoppio delle turbolenze finanziarie e, ancor oggi, continuano ad essere al centro degli studi in sede dottrinale ed istituzionale.

---

<sup>12</sup> Cfr. POON, *Are unsolicited credit ratings biased downward?*, in *Journal of Banking & Finance*, 2003, n. 27.4, p. 593 ss.; ELKHOURY, *Credit rating agencies and their potential impact on developing countries*, in AA.VV., *Compendium On Debt Sustainability And Development*, United Nations – New York – Geneva, 2009, p. 165 ss.

<sup>13</sup> Cfr. CAPRIGLIONE, *Crisi a confronto (1929 e 2009). Il caso italiano*, Padova, 2009, *passim*. ed, in particolare, p. 9 ss. ; CATALANO, *La grande crisi del 1929. Conseguenze politiche ed economiche*, Varese, 1976.

<sup>14</sup> Si stima, infatti, che il 78% dei titoli obbligazionari non onorati durante la Grande Depressione presentava inizialmente un *rating* elevato ("Aa" o più), come, d'altronde, accadeva a quei tempi per la maggior parte degli strumenti finanziari oggetto di negoziazione sui mercati statunitensi. Cfr. HEMPEL, *The postwar quality of State and local debt*, National Bureau of Economic Research, Columbia University Press, 1971.

### 3. Segue: il rating e la «regulatory license».

La crescente rilevanza assunta dal *rating* nel mercato finanziario sembra trovare giustificazione sulla base di un duplice profilo d'indagine. Da un lato, si deve aver riguardo all'incidenza del “fattore reputazionale”<sup>15</sup> sull'operatività delle agenzie specializzate, atteso che la riferibilità all'esperienza ed alla professionalità di queste ultime ha determinato un processo di crescita di tali istituzioni a base del quale v'è l'affidamento del mercato sull'attendibilità dei giudizi dalle stesse diffusi<sup>16</sup>. Ne è prova il significativo aumento del grado di *reliance* che gli investitori e gli emittenti finanziari hanno mostrato nei confronti dei *raters* in seguito al *default* delle *commercial paper* di *Penn Central* nel 1970. Ed invero, in tale occasione le valutazioni realizzate dalle agenzie in parola hanno consentito di ristabilire un adeguato livello di fiducia nel sistema finanziario; di tal che, l'attribuzione di uno specifico *rating* alle successive emissioni di *commercial paper* apparve necessaria al fine di ricondurre il mercato in una situazione di equilibrio ottimale.

Sotto altro profilo, deve sottolinearsi che ampia parte della dottrina ricollega la peculiare crescita delle agenzie all'identificazione in capo alle stesse di una «*regulatory licence*» da parte delle istituzioni governative<sup>17</sup>. Ci si riferisce, cioè,

---

<sup>15</sup> Sul punto, deve evidenziarsi che l'attività delle agenzie di *rating* e il capitale reputazionale dalle stesse detenuto sembrano essere strettamente correlati tra loro. Tale assunto viene spiegato dalla dottrina sulla base di una duplice, rilevante motivazione. Si rileva, infatti, che «*first, the concept of “credit”, broadly defined as the promise to pay in the future, includes notions of trust and credibility. (...) Credit ratings are closely related to reputational capital for a second, derivative reason: the success and function of a credit rating agency also depends on trust and credibility. Each credit rating agency depends for its livelihood on its reputation for objectivity and accuracy*». Cfr. PARTNOY, *The Siskel and Ebert of financial markets: two thumbs down for the credit rating agencies*, in *Washington University Law Quarterly*, 1999, vol. 77, n. 3, p. 629 ss.

<sup>16</sup> Cfr. SCHWARCZ, *Private Ordering Of Public Market: the Rating Agency Paradox*, in *Univ. Illinois. Law Rev.*, 2002, n. 1, ove si sottolinea che «*rating agencies are already motivated to provide accurate and efficient ratings because their profitability is directly tied to reputation. Conversely, additional regulation could possibly subject ratings to political manipulation*».

<sup>17</sup> Cfr. PARTNOY, *Rethinking Regulation of Credit-Rating Agencies: An Institutional Investor Perspective*, in *Journal of international banking law*, 2010, vol. 25, n. 4, p. 188 ss.; ENRIQUES – GARGANTINI, *Regolamentazione dei mercati finanziari, rating e regolamentazione dei rating*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2010, n.2, p. 475 ss., in cui si sottolinea la sussistenza di una vera e propria «abdicazione regolamentare» in favore delle analisi effettuate dalle agenzie di *rating*. Come si esaminerà più ampiamente nel prosieguo della trattazione, il giudizio di dette agenzie assume rilevanza nell'ambito della normativa italiana a partire dalla legge n. 130 del 30 aprile 1999 relativa alla cartolarizzazione dei crediti. Successivamente, con il Testo unico della finanza (e, più in particolare, in virtù del disposto dell'art. 100-bis), l'attribuzione del *rating* ha assunto un ruolo fondamentale nella regolazione dell'emissione dei titoli di stato dei paesi aderenti all'OCSE.

Va fatto presente, infine, che i giudizi in parola assumono un ruolo cruciale nella disciplina dettata dagli Accordi di Basilea II, relativa ai requisiti di adeguatezza patrimoniale degli istituti bancari. Più in particolare,

all'adozione dei giudizi di *rating* per fini regolamentari, stante la scelta del legislatore di correlare il controllo ricognitivo della qualità dei prodotti finanziari alla certificazione realizzata da *raters* specializzati.

Sul punto deve sottolinearsi che, già a partire dagli anni '30 del novecento, le autorità statunitensi hanno attribuito ai giudizi in questione una specifica funzione di valutazione dei titoli obbligazionari posseduti dal sistema bancario dell'epoca<sup>18</sup>. Bisognerà attendere, tuttavia, l'istituzione da parte della SEC (*Securities Exchange Commission*) del registro NRSRO (*Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*) per addivenire al riconoscimento a tali soggetti di tipiche funzioni economiche e finanziarie.

Va, inoltre, fatto presente che solo con l'emanazione della *Rule 15c3-1* (avvenuta nel 1973 da parte della predetta autorità statunitense) si è proceduto all'inclusione dei giudizi di *rating* nell'ambito del complesso disciplinare degli scambi di mercato. Nello specifico, il legislatore ha identificato detti giudizi alla stregua di uno dei parametri di riferimento per la definizione del patrimonio di vigilanza degli intermediari finanziari; sicchè, i canoni d'operatività di questi ultimi sono stati correlati alle valutazioni effettuate da soggetti privati esterni (quali, appunto, le agenzie specializzate).

Più in generale, il *rating* è stato preso in considerazione nel determinare le basi per il successivo sviluppo della regolamentazione di natura prudenziale, finalizzata alla salvaguardia dell'integrità e della stabilità del mercato (nonché degli investitori che interagiscono con gli appartenenti al settore creditizio). Più in particolare, il *rating* è stato chiamato ad assolvere ad una funzione segnaletica della qualità degli investimenti e, più in generale, dello *standing* dei soggetti emittenti titoli oggetto di negoziazione.

---

nelle articolazioni del Metodo di calcolo Standard, il *rating* costituisce il riferimento principale per la stima della qualità del bilancio e, più precisamente, per la misurazione del rischio di credito gravante sull'attivo della banca.

<sup>18</sup> Più in particolare, le obbligazioni acquistate dall'istituto bancario erano considerate «*quality banking*» solo se «1. Avendo ricevuto una valutazione da una sola agenzia, rientrava nei primi quattro gradi della scala di classificazione dell'agenzia stessa; 2. valutato da due agenzie, era inserito da entrambe nei primi quattro gradi delle scale di classificazione; 3. Valutato da tre agenzie, riceveva un *rating* rientrante nei primi quattro gradi della scala di classificazione da almeno due di queste». Cfr. MONTI, *Le asimmetrie informative e l'attività di rating*, Roma, 1995, p. 68.

Si rileva, tuttavia, che l'attribuzione di uno specifico ruolo istituzionale alle agenzie iscritte nel registro delle NRSRO ha condotto verso una lenta *erosione* del capitale reputazionale in capo alle medesime. Ciò in quanto, il mercato ha conferito crescente rilevanza alla «*regulatory license*» di cui si è detto, disancorandosi al contempo dalla riferibilità al «valore intrinseco» ascrivibile alla correttezza ed all'affidabilità dei giudizi elaborati. Vengono in considerazione i casi in cui le agenzie risultano verosimilmente immuni dagli effetti negativi (in termini di immagine e di posizionamento di mercato) che derivano dalla diffusione di *rating* imprecisi e/o eccessivamente *benevoli* nei confronti di emittenti di dubbia credibilità<sup>19</sup>.

La mancanza di adeguati meccanismi di *market accountability* sembra discendere dalla decisione del regolatore di evitare l'introduzione di vincoli stringenti in capo ai *raters* iscritti al NRSRO; ciò con specifico riferimento alle logiche sottese alla identificazione delle metodologie e dei criteri utilizzati nei processi d'analisi. Solo nel 2006 (dopo l'eclatante scandalo finanziario di Enron, cui era stato attribuito un *rating* elevato fino a tempi immediatamente precedenti al *default*), l'introduzione della *Credit Rating Agency Reform Act* ha decretato l'imposizione, in capo alle agenzie, di maggiori obblighi di *disclosure* e di monitoraggio nello svolgimento dell'attività di diffusione dei giudizi sul mercato<sup>20</sup>.

In generale, deve sottolinearsi che l'ordinamento statunitense tende ad attribuire al *rating* una valenza di mera *opinione* - di portata giornalistica, specializzata nel settore economico-finanziario -, benché dalla sua diffusione discendano i

---

<sup>19</sup> Cfr. PARTNOY, *The Siskel and the Ebert of financial markets?...*, cit., p. 632, ove l'A. evidenzia come il capitale reputazionale sia strettamente legato alla credibilità del *rater*. Sul punto, si rileva che «*three criteria must be satisfied for certification to be credible to outside investors. First, the certifying agent must have reputational capital at stake in the certification activity. In other words, the certifying agent would suffer a loss of future relationships because of reduced trustworthiness if it suggested a fair market value in excess of the offering price. Second, the loss in reputational capital must exceed the gain possible from false certification. Third, the agent's services must be costly and the cost must be related to the asymmetric information associated with the issuing firm*».

<sup>20</sup> Più in particolare, tale normativa attribuisce i compiti di vigilanza alla SEC sulle agenzie iscritte nel NRSRO. Ed invero, «*the Commission shall have exclusive authority to enforce the provisions of this section in accordance with this title with respect to any nationally recognized statistical rating organization, if such nationally recognized statistical rating organization issues credit ratings in material contravention of those procedures relating to such nationally recognized statistical rating organization, including procedures relating to the prevention of misuse of nonpublic information and conflicts of interest, that such nationally recognized statistical rating organization*».

Si veda <http://www.sec.gov/divisions/marketreg/ratingagency/cra-reform-act-2006.pdf>



menzionati effetti di natura regolatoria. Tale assunto trova conferma nella riconducibilità dei giudizi «sotto l'ala protettiva» del principio di «*freedom of speech*» (sancito dal *First Amendment* della Costituzione statunitense) che legittima le agenzie a fornire informazioni al mercato finanziario, ma le esenta da eventuali azioni di responsabilità promosse dagli investitori (cui, per solito, fa capo un peculiare affidamento sui giudizi in parola)<sup>21</sup>.

## Sezione II

### *Elaborazione dei giudizi e metodologie applicative*

#### ***1. Elaborazione del rating: cenni sulle metodologie e tecniche d'analisi.***

Sotto il profilo tecnico, il *rating* in base alle indicazioni del regolatore comunitario va definito come un «parere relativo del merito creditizio di un'entità, di un'obbligazione di debito o finanziaria, di titoli di debito, di azioni privilegiate o di altri strumenti finanziari, o di un emittente di un debito, di un'obbligazione di debito o finanziaria, di titoli di debito, di azioni privilegiate o altri strumenti finanziari»<sup>22</sup>.

Trattasi, dunque, di un giudizio concernente la capacità di uno specifico debitore (che può per solito identificarsi con un'impresa, uno Stato, un intermediario finanziario, ovvero un ente pubblico) di onorare, a scadenza, i propri impegni finanziari, con riferimento sia al rimborso del capitale nominale, sia alla

---

<sup>21</sup> Cfr. CAPRIGLIONE, *Crisi finanziaria e dei debiti sovrani...*, cit., p. 60, in cui si sottolinea che tale principio ha trovato «favorevole accoglimento nella giurisprudenza statunitense che, in linea a detto criterio interpretativo, ha frequentemente escluso la responsabilità delle agenzie per giudizi rivelatisi fallaci». Deve sottolinearsi, tuttavia, che nel 2009 la Corte distrettuale di New York aveva stabilito la disapplicazione del *First Amendment*; si rileva, infatti, che «*where a rating agency has disseminated their rating to a select group of investors rather than to the public at large, the rating agency is not afforded the protection of the First Amendment*». Si veda *Abu Dhabi Commercial Bank v et al. v. Morgan Stanley & Co. et. Al.* (2009).

<sup>22</sup> Si veda l'art. 3, comma 1, lett. a), del Regolamento (CE) n. 1060/2009.

remunerazione degli interessi periodici. Ciò, avendo riguardo altresì all'incidenza vuoi di variabili congiunturali, vuoi di fattori ricollegabili alla specifica realtà patrimoniale, strategica ed organizzativa del soggetto sottoposto ad analisi. Elementi questi ultimi che assumono peculiare rilievo nelle valutazioni sottese all'emissione del *rating*, stante le potenziali influenze che essi possono esercitare sul livello di affidabilità creditizia dell'emittente.

L'utilizzo di scale di notazione alfanumerica permette di veicolare dette informazioni con immediatezza e semplicità<sup>23</sup>. Il *rating* dovrebbe consentire, così, di pervenire ad una indicazione sintetica del rischio di credito gravante sulle diverse tipologie di prodotti finanziari disponibili sul mercato; indicazione che viene trasmessa agli investitori attraverso un sistema di classificazione universale definito *ex ante*, valido sia in ambito internazionale, sia a livello intersettoriale. I riferimenti alla nazionalità dell'emittente, al settore di appartenenza ovvero alla divisa di denominazione degli strumenti finanziari presi in considerazione sono estranei a tale sistema, ragion per cui i giudizi espressi denotano carattere di oggettività.

Sotto il profilo tecnico, la formulazione del *rating* ha origine dall'incontro (formale) tra la società specializzata e l'emittente (che ne fa specifica richiesta). E' evidente, infatti, che la configurazione di un rapporto relazionale tra *rater* e cliente (da cui scaturiscono i cd. *management meeting*) consente di addivenire ad uno scambio costante e duraturo di notizie e dati, che sono strumentali alla identificazione di un adeguato livello di conoscenza degli aspetti caratterizzanti la società esaminata.

Sul punto, deve farsi presente che l'indagine effettuata dagli analisti dell'agenzia di *rating* ha riguardo all'esame vuoi dei profili quantitativi, vuoi di taluni elementi di natura qualitativa che sono a fondamento delle scelte strategiche e gestionali dell'emittente-cliente. Conseguisce la possibilità di raccordare il giudizio a

---

<sup>23</sup> Tipicamente, i caratteri alfanumerici utilizzati dalle agenzie per individuare il giudizio sintetico sull'affidabilità creditizia del soggetto esaminato possono classificarsi in base a tre grandi macrocategorie. Il discrimine fondamentale è, infatti, tra «*investment grade*» (in cui vengono ricompresi i giudizi da AAA a BBB-), «*non-investment grade*» (corrispondenti a BB+ in poi) e «*junk bonds*» (C e D che indicano l'imminente fallimento), in base ai quali è possibile suddividere i titoli in virtù dei relativi profili di rischio-rendimento. Tale classificazione viene parzialmente modificata, altresì, in caso di *rating* il cui valore segnaletico è riconducibile ad un ristretto arco temporale di breve periodo. La scala di riferimento si trasforma così in giudizi «*investment grade*» (che vanno da A-1+ a A-3) e giudizi «*non-investment grade*» (B-1 fino a SD). Per approfondimenti, si veda <http://www.standardandpoors.com>

fattori molteplici che consentono di definire le fattispecie in osservazione sulla base di valutazioni che ne favoriscono un compiuto inquadramento.

Vengono in considerazione, pertanto, le stime relative a specifici aspetti della *corporate governance*, del *business risk*, nonché del *financial risk* gravante sull'attività d'impresa. Necessita, infatti, delineare un quadro di riferimento ottimale per la comprensione della realtà operativa del cliente, tale cioè da consentire la possibilità di misurarne in maniera accurata lo *standing* creditizio e, più in generale, le condizioni alle quali è in grado di finanziarsi sul mercato finanziario.

Ciò posto, va sottolineato che l'analisi del sistema organizzativo e gestionale del cliente si fonda sull'individuazione della struttura di controllo societario, della qualità del *management*, nonché dei tratti caratterizzanti le politiche di *vision* e di *mission* aziendali<sup>24</sup>. I dati desunti da tali elaborazioni consentono all'agenzia di *rating* di porre in essere stime riguardanti i profili economici, patrimoniali e finanziari, in linea con il contesto strategico dell'impresa, riguardato in un'ottica d'integrità interna e di coerenza con il mercato di riferimento<sup>25</sup>.

E' necessario, poi, valutare la portata del *business risk* in capo all'emittente; più in particolare, peculiare rilievo viene attribuito ai processi di formazione dei risultati economici, la cui analisi permette al *rater* di indagare sulle opportunità di crescita e di sviluppo aziendale e, in via indiretta, di accertare la capacità di remunerazione di eventuali impegni finanziari.

In tale ambito trovano collocazione le analisi propedeutiche all'individuazione delle attività *core* dell'impresa e, dunque, delle relative funzioni produttive, donde la specifica attenzione da dedicare al livello di efficienza, alle economie di scala e alla struttura dei costi sostenuti. Si ha riguardo, altresì, all'analisi del posizionamento concorrenziale (cui si ricollega l'esame dell'eventuale rete di

---

<sup>24</sup> Con particolare riferimento al sistema creditizio, la composizione del sistema organizzativo e gestionale delle banche assume peculiare rilievo nell'ambito delle disposizioni di vigilanza previste dall'Autorità di supervisione. Non a caso, le indicazioni della Banca d'Italia in materia di organizzazione e governo societario attribuiscono significativa rilevanza agli «organi con funzione di supervisione strategica e di gestione»; più specificamente, si specifica che «il funzionamento corretto ed efficiente degli organi di vertice, e dei loro comitati – ove presenti – richiede non solo la presenza di componenti adeguati (...), ma anche la previsione di procedure, metodi di lavoro, flussi informativi, tempistiche delle riunioni, altrettanto adeguati». Per approfondimenti, si veda il documento della Banca d'Italia, «Applicazione delle disposizioni di vigilanza in materia di organizzazione e governo societario delle banche», 11 gennaio 2012.

<sup>25</sup> Viene realizzata, inoltre, la cd. analisi di sensitività, in base alla quale il *rater* è in grado di stimare lo scostamento nelle *performance* aziendali del cliente in caso di modifiche inattese di talune variabili operative. Per approfondimenti, cfr. FONTANA – CAROLI, *Economia e gestione delle imprese*, Milano, 2013.

distribuzione, dell'entità dei contratti sottoscritti e del grado di concentrazione del settore), tenuto conto delle complessive condizioni del mercato e delle quote detenute dai *competitors* presenti nel medesimo segmento operativo.

## **2. Segue: in particolare la stima del financial risk.**

Tale profilo d'analisi è legato alla circostanza che lo studio degli aspetti economici, patrimoniali e finanziari costituisce un fattore di rilevanza cruciale per l'attribuzione di un giudizio di *rating* in linea con i generali principi di correttezza ed affidabilità.

Sicchè, vengono in considerazione le informazioni concernenti i documenti di bilancio (comprensivi degli allegati), le relazioni di gestione, nonché i *budget* previsionali; elementi tutti che vengono indagati in un'ottica sia di natura retrospettiva (tale per cui le elaborazioni realizzate si estendono, per solito, a ricomprendere i risultati aziendali degli ultimi cinque anni), sia prospettica (in base alla quale si mira ad analizzare le previsioni sull'andamento futuro dell'attività imprenditoriale).

Sotto il profilo tecnico, il riferimento ai dati ed alle notizie concernenti i profili finanziari ed economici dell'operatore sottoposto a *rating* implica l'utilizzo di specifiche tecniche d'indagine, cui è correlato talora il ricorso a procedimenti di natura statistica e matematica<sup>26</sup>. Viene in considerazione, pertanto, la riferibilità alle informazioni desumibili dal valore di specifici *key ratios* (tra i quali rilevano gli indici di liquidità), dall'analisi di redditività, nonché dall'esame della composizione del patrimonio (e del grado di *leverage* assunto)<sup>27</sup>.

---

<sup>26</sup> Cfr. DIEBOLD – DOHERTY - HERRING, *The known, the unknown, and the unknowable in financial risk management: measurement and theory advancing practice*, Princeton, 2010.

<sup>27</sup> Cfr. CANNATA, *La componente quantitativa dei rating delle agenzie: alcune evidenze empiriche*, Roma, 2002, ove si evidenzia «l'esistenza di una significativa relazione tra rating e indicatori economico-finanziari, a conferma del peso che l'analisi fondata sui dati di bilancio riveste nel processo decisionale delle agenzie». Ed, invero, l'indagine effettuata dall'A. mostra come «le imprese con giudizi positivi da parte delle agenzie risultano in media caratterizzate da soddisfacenti profili di redditività e liquidità, una buona capacità di far fronte agli oneri finanziari, una sostanziale stabilità nel tempo dei risultati e una più elevata dimensione. Il contrario vale per le imprese con rating bassi».

Si è in presenza, pertanto, di meccanismi di tipo quantitativo che, supportati dalle nominate valutazioni di natura qualitativa, consentono all'analista di raggiungere un livello ottimale di conoscenza dell'entità dei flussi di cassa e, più in generale, delle prospettive di sviluppo operativo e strategico dell'impresa.

Deve sottolinearsi, inoltre, che le elaborazioni assumono un grado di specificità ulteriore allorché il *rating* risulta destinato ad una determinata *tranche* di titoli finanziari. Sul punto si rileva, infatti, che le differenti categorie di strumenti negoziabili, benché riconducibili ad un medesimo emittente, presentano caratteristiche variegata, le quali discendono principalmente dalla configurabilità di forme di garanzia molteplici, ovvero di specifici vincoli di prelazione (*seniority*) nelle modalità di rimborso. Sicché, l'analisi del merito creditizio dovrà necessariamente tener conto dell'incidenza di talune variabili particolari, quali l'inquadramento giuridico del prodotto finanziario, il relativo profilo fiscale e la struttura dei mercati di classamento.

Dette indagini vengono condotte con riferimento al rischio-Paese e, più in generale, ai fattori macroeconomici e congiunturali che per solito influenzano le *performance* reddituali e finanziarie dell'emittente sottoposto ad indagine<sup>28</sup>. Ciò in quanto il grado di *stabilità complessiva* ascrivibile al contesto territoriale in cui è collocato il soggetto esaminato assurge a parametro di valutazione della solidità di quest'ultimo e, conseguentemente, dell'affidabilità dei titoli obbligazionari e/o azionari dal medesimo collocati nel mercato finanziario<sup>29</sup>.

---

<sup>28</sup> Cfr. EATON – GERSOVITZ – STIGLITZ, *The pure theory of country risk*, in *European Economic Review*, 1986, p. 481 ss.; DAMODARAN, *Finanza aziendale*, Milano, 2006, p. 104, ove si ci interroga sull'entità del rischio-Paese. Più in particolare, si sottolinea che, al fine di dare una soluzione valida a tale quesito, è necessario considerare «l'investitore marginale, ossia quello che con maggiore probabilità è impegnato nell'attività di compravendita delle azioni. Se l'investitore marginale non ha un portafoglio diversificato a livello mondiale, la possibilità di evitare il rischio-Paese diminuisce di molto, e dunque il rischio-Paese andrebbe incluso nell'analisi. Se l'investitore marginale è diversificato a livello mondiale, potenzialmente rischio-Paese potrebbe essere irrilevante. Ma perché ciò accada, deve verificarsi una seconda condizione. Tutto o la maggior parte del rischio-Paese deve essere specifico del Paese in questione. In altre parole, deve esserci una correlazione minima tra mercati azionari. Solo in questa circostanza il rischio-Paese sarà completamente eliminato in un portafoglio diversificato a livello mondiale. Se, al contrario, i mercati azionari dei Paesi si muovono nella stessa direzione, il rischio-Paese avrà una componente di rischio di mercato non diversificabile e per la quale è necessario un premio».

<sup>29</sup> Più in particolare, la valutazione del cd. rischio sovrano si basa sulla considerazione di cinque fattori principali: rischio politico, bilancia dei pagamenti, struttura economica complessiva, posizione debitoria (rapporto debito/PIL, rapporto deficit/PIL, nonché tasso di crescita) e politica monetaria.

### **3. Elaborazioni quantitative e misurazioni tecniche.**

Come si desume da quanto in precedenza si è detto, il giudizio di *rating* costituisce il risultato di specifiche elaborazioni tecniche che consentono di delineare un quadro analitico della situazione economica, finanziaria, patrimoniale e gestionale del soggetto emittente. La specificità di tali analisi dà luogo, talvolta, a peculiari problematiche inerenti alle stime effettuate dal *rater* e, più specificamente, alla loro correttezza ed oggettività; ci si riferisce, cioè, al fatto che la quantificazione dei dati relativi ai profili indagati dall'agenzia possa essere influenzata (in via potenziale) da scelte di natura discrezionale che prescindono dalla reale situazione economico, finanziaria e patrimoniale del cliente<sup>30</sup>. Si determinerebbe, per tal via, una situazione di «*overrating*» (ovvero di «*underrating*», ove si realizzasse una sottostima del merito creditizio), dalla quale discenderebbero ovvie ripercussioni negative, vuoi in termini di affidabilità dell'emittente, vuoi in relazione alla stabilità dell'intero mercato finanziario.

Gli strumenti d'esame a disposizione dell'analista dovrebbero fondarsi su metodologie prestabilite, «rigorose, sistematiche, continuative»<sup>31</sup>; caratteristiche queste che trovano riscontro vuoi in termini temporali, vuoi con riferimento ai diversi segmenti operativi (commerciale, industriale, finanziario e di pubblica utilità) delle società clienti. A ben considerare, tali criteri sono generalmente soggetti a variazioni periodiche, dovute (per lo più) ai mutamenti del contesto strutturale, ovvero all'identificazione di peculiari innovazioni di natura tecnica e

---

<sup>30</sup> Ne costituisce un valido esempio il noto crack di Parmalat, nell'ambito del quale i *rating* di S&P si sono dimostrati eccessivamente benevoli. La sentenza del Tribunale di Milano del 1 luglio 2011 ha posto in rilievo, infatti, come talune delle analisi effettuate dall'agenzia specializzata fossero state distorte da stime quantitative non corrispondenti alla reale condizione finanziaria dell'emittente. Sul punto, si sottolinea che «il giudizio finale era, dunque, ancorato prevalentemente alle aspettative di miglioramento in termini di redditività ed indebitamento del gruppo P., ma una tale aspettativa, proprio per la differente visuale prospettica, avrebbe dovuto condurre all'attribuzione di un *rating* speculative - grade con out look positive, invece che al rilascio di un *rating* investment - grade con out look stabile». Per un commento alla sentenza, cfr. GIUDICI, *L'agenzia di rating danneggia l'emittente con i propri rating eccessivamente favorevoli?*, in *Le Società*, 2011, n. 12, p. 1452. In particolare, l'A. commenta la sentenza del Tribunale di Milano evidenziando gli aspetti critici dell'individuazione dei profili di responsabilità civile in capo a S&P e le relative analogie con la responsabilità verso la società del revisore legale dei conti; TROISI, *I giudizi di rating sulle società emittenti: tecniche di valutazione e problematica giuridica*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, 2012, n.2, p. 83 ss.; MARIANELLO, *Insolvenza dell'emittente ed (ir)responsabilità dell'agenzia di rating*, in *Obbl. e Contr.*, 2012, n. 5, p. 352 ss.

<sup>31</sup> Ex art. 8, comma 3, del Regolamento (CE) n. 1060/2009, ove si specifica, inoltre, che tali metodologie devono essere «soggette a convalida sulla base dell'esperienza storica, inclusi test retrospettivi».

procedimentale rivenienti dall'attività di ricerca e sviluppo propria di ciascuna agenzia specializzata<sup>32</sup>.

Le informazioni desunte dalle cennate indagine (a carattere formale) consentono all'agenzia di *rating* di formulare una valutazione complessiva dello *standing* creditizio dell'emittente, cui viene correlato una specifica probabilità di *default*<sup>33</sup>. Quest'ultima, in particolare, si riduce con l'aumentare del grado di *rating* prescelto (nell'ambito delle diverse classi disponibili)<sup>34</sup>. Ne consegue che più alto è il *rating*, più l'emittente (ovvero lo specifico complesso di titoli finanziari che a lui fa capo) risulta affidabile sul mercato; al contempo, il premio per il rischio assunto dagli investitori diminuisce in via progressiva, giacché esso appare inversamente correlato al merito creditizio del debitore e, dunque, alla sua capacità di onorare gli impegni finanziari assunti.

Tali considerazioni, inoltre, possono essere riguardate in relazione alle diverse tipologie di *rating* che per solito vengono emesse dalle agenzie specializzate. Più in particolare, la principale classificazione ha riguardo vuoi all'arco temporale (dal quale discende la distinzione tra gli *short-term rating* ed i *long-term rating*), vuoi alle peculiari ipotesi a fondamento della elaborazione dei giudizi in questione, donde l'individuazione dei *through-the cycle rating* e dei *point-in-time rating*<sup>35</sup>.

---

<sup>32</sup> Deve sottolinearsi che l'art. 8, comma 1, del Regolamento (CE) n. 1060/2009 sancisce l'onere in capo alle agenzie di comunicare al pubblico «le metodologie, i modelli e le ipotesi utilizzate» nei processi di elaborazione dei giudizi. Inoltre, il comma 5 del medesimo articolo stabilisce che «un'agenzia di rating del credito controlla i propri rating e li rivede insieme alle metodologie utilizzate, costantemente ed almeno a cadenza annuale, in particolare quando intervengano modifiche significative che potrebbero incidere sul rating del credito». Tali revisioni devono essere, altresì, rese note al pubblico «tramite gli stessi mezzi di comunicazione utilizzati per la distribuzione dei rating interessati»; al contempo, le agenzie stesse sono obbligate a rivalutare «tutti i rating basati su tali metodologie, modelli o ipotesi principali di rating se, dopo la revisione, l'effetto combinato complessivo dei cambiamenti influenza tali rating» (comma 6).

<sup>33</sup> Deve considerarsi ovviamente che il *rating* potrà essere destinato solo ad una determinata *tranche* di titoli finanziari. In tal caso, ovviamente, il *default* sarà selettivo e riguarderà, cioè, solo la capacità dell'emittente di onorare gli impegni finanziari correlati a quella specifica emissione finanziaria.

In generale, la situazione di *default* si realizza allorché il debitore non risulti in grado di tener fede ai propri impegni finanziari. Più specificamente, tale circostanza si realizza in caso di: 1) mancato pagamento di capitale/interessi prestabiliti; 2) richiesta spontanea di accesso ad un procedura concorsuale; 3) ristrutturazione del debito che ne riduce il valore totale. Per approfondimenti, si veda [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com)

<sup>34</sup> E' evidente, quindi, che anche l'attribuzione del *rating* più elevato (ad esempio, AAA) racchiude implicitamente una determinata probabilità di *default*, statisticamente valida e concretamente realizzabile.

<sup>35</sup> Per solito, la valutazioni TTC sono tipiche delle agenzie specializzate; quelle PIT vengono utilizzate, invece, dalle istituzioni bancarie nell'ambito delle valutazioni relative all'esposizione creditizia dalle stesse assunte. Cfr. TREACY – CAREY, *Credit risk rating systems at large US banks*, in *Journal of Banking & Finance*, 2000, n. 1, 167 ss.

Con riferimento a quest'ultima categoria di giudizi, si rileva che la scelta determinante si basa sulla considerazione (nell'ambito delle valutazioni prodromiche all'emissione del *rating*) dell'incidenza dei cicli strutturali sulla realtà economica e finanziaria del singolo emittente. In altri termini, ci si riferisce alla possibilità di emettere giudizi sul merito creditizio di un qualsivoglia soggetto tenendo conto (ovvero, "sterilizzando") gli effetti delle congiunture macroeconomiche e, dunque, degli assetti generali del mercato nel suo complesso.

Da qui, l'adozione di metodologie *point-in-time* (PIT) che, per solito, consentono agli analisti di stimare la solvibilità futura dell'emittente ponendo in relazione le caratteristiche operative di quest'ultimo con le condizioni attuali e prospettive del segmento economico-finanziario nel quale il medesimo opera. Per converso, l'approccio *through-the-cycle* (TTC) prescinde dalla riferibilità ai fattori congiunturali esogeni rispetto alla specifica realtà del soggetto sottoposto ad indagine; sicché l'elaborazione del giudizio viene effettuata sulla base di un predeterminato *worst scenario* nel quale il *rater* definisce un livello costante di rischiosità strutturale che finisce con l'influenzare lo *standing* creditizio del singolo operatore.

L'utilizzo di tali tecniche alternative dà origine ad un differente livello di significatività ascrivibile al *rating* e, più in particolare, ad un diverso grado di prociclicità ad esso correlabile<sup>36</sup>. Da un lato, nel caso di analisi PIT, il giudizio risulterà meno stabile nel tempo (e, dunque, esposto a ripetute riclassificazioni nell'ambito delle diverse categorie di *investment grade*, ovvero di *speculative grade*); ma di certo, esso presenterà un livello di accuratezza maggiore, giacché tiene conto delle variabili congiunturali che possono contribuire ad alimentare la configurazione del *default* dell'emittente. Dall'altro lato, le rilevazioni in forma TTC consentono l'elaborazione di *rating* contraddistinti da una maggiore coerenza temporale, derivante, tuttavia, dall'applicazione di logiche procedurali di dubbia

---

<sup>36</sup> Tipicamente i *rating* elaborati secondo la tecnica PIT sono maggiormente condizionati dalle congiunture del sistema economico e finanziario. Ne discende un peculiare effetto prociclico che finisce con l'influenzare il mercato, creando distorsioni anche nella configurazione del patrimonio di vigilanza previsto dalle disposizioni di Basilea 2. Cfr. AMATO – FURFINE, *Are credit ratings procyclical?*, in *Journal of Banking & Finance*, 2004, n. 28, 2641 ss.



oggettività (stante la definizione *ex ante* di valori *standard* comuni ai diversi contesti d'indagine)<sup>37</sup>.

E' evidente che, sul piano delle concretezze, la definizione delle metodologie di *rating* ottimali dipende in larga parte dalle politiche strategiche sottese al collocamento dei titoli finanziari sul mercato e, indirettamente, dalle prospettive di crescita e di finanziamento in capo al soggetto emittente. Non sembra pertanto accettabile una aprioristica misurazione della validità dei diversi *rating* emessi; appare, invece, maggiormente plausibile il ricorso a logiche di trasparenza e di correttezza che consentano ai destinatari dei giudizi di comprendere appieno il significato delle informazioni ad essi trasmesse dalle società specializzate.

#### **4.La valutazione *unsolicited* sui rating 'sovrani': criteri di assegnazione.**

L'elaborazione del *rating* relativo al debito sovrano avviene per solito in assenza di una specifica richiesta da parte del Paese sottoposto ad analisi. Più in particolare, si è in presenza di giudizi cd. *unsolicited*, che mirano a certificare la «capacità e la volontà» delle autorità governative di onorare gli impegni finanziari pubblici, alle scadenze prestabilite e in maniera integrale rispetto ad un ammontare predeterminato<sup>38</sup>.

L'identificazione del livello di rischio creditizio gravante sui titoli sovrani viene ricondotta, pertanto, alla valutazione delle *performance* dello Stato (considerato nel suo complesso), in presenza di cicli economici e finanziari di diversa natura, di orientamenti politici molteplici, nonché di differenti livelli di stabilità istituzionale e di benessere collettivo. Per vero, sotto il profilo tecnico tale indagine tiene conto dell'incidenza di fattori variegati (di tipo politico-economico e finanziario-monetario) sull'andamento generale del sistema pubblico. Si ha riguardo, più specificamente, all'organizzazione politica dello Stato, alla posizione da

---

<sup>37</sup> KIFF - KISSER, *Rating Through-The-Cycle: What Does the Concept Imply for Rating Stability and Accuracy?*, International Monetary Fund, 2013; ALTMAN – RIJEN, *The effects of rating through the cycle on rating stability, rating timeliness and default prediction performance*, 2005, consultabile su [papers.ssrn.com](http://papers.ssrn.com); LÖFFLER, *An anatomy of rating through the cycle*, in *Journal of Banking & Finance*, 2004, n. 28, p. 695 ss.

<sup>38</sup> Per approfondimenti, si vedano i «criteri per l'assegnazione dei rating ai Paesi sovrani» disponibili su [www.standardandpoor.com](http://www.standardandpoor.com)

quest'ultimo ricoperta sui mercati internazionali, al grado di flessibilità monetaria e fiscale, nonché alle prospettive di crescita e di sviluppo future<sup>39</sup>.

Da qui l'applicazione di specifici «*sovereign ratings criteria*» che risultano finalizzati all'identificazione dei rischi e dei punti di forza ascrivibili alla posizione creditizia dello Stato esaminato. Ciò si realizza sulla base di informazioni liberamente fruibili sul mercato finanziario, atteso che la mancanza di un rapporto contrattuale tra il *rater* e l'emittente sovrano non consente al primo di raccogliere dati e notizie concernenti la situazione specifica del secondo<sup>40</sup>. Va da sé che tale processo si svolge in un'ottica orientata alla realizzazione di un'analisi prevalentemente di tipo qualitativo del grado di affidabilità creditizia dei titoli di debito sovrano oggetto di negoziazione.

Il giudizio espresso in tale sede trae origine da indagini che si estendono su un arco temporale di medio lungo termine, stante l'impossibilità di individuare i tratti caratteristici di una realtà complessa – quale quella di un ordinamento nazionale – con riferimento ai soli elementi conoscitivi di immediata disponibilità.

Sul punto, deve considerarsi altresì che le valutazioni in parola attribuiscono peculiare rilievo alla capacità dello Stato di far fronte alla realizzazione di eventi non strettamente riconducibili a logiche di natura politica ed economica. Ci si riferisce, cioè, ai rischi riguardanti l'imperversare di gravi catastrofi naturali ovvero di situazioni di guerra che mettono a dura prova la sicurezza pubblica<sup>41</sup>.

---

<sup>39</sup> *Ibidem*, ove si sottolinea che tali analisi sono strumentali alla definizione del *rating* sovrano in valuta estera e di quello in valuta locale. Più specificamente, «il *rating* sovrano in valuta locale viene determinato applicando da zero a due livelli (*notche*) di aumento a partire dal *rating* in valuta estera. I *rating* in valuta locale possono essere superiori rispetto ai *rating* in valuta estera dato che l'affidabilità creditizia nella valuta locale potrebbe essere sostenuta dai poteri detenuti dagli Stati all'interno dei propri confini nazionali, tra cui il potere di emettere valuta locale e il controllo normativo del sistema finanziario nazionale». Si aggiunge, inoltre, che «quando uno Stato è membro di un'unione monetaria e, pertanto, cede i poteri relativi alla politica monetaria e di cambio ad una banca centrale comune, o quando usa la valuta di un altro Stato, il *rating* in valuta locale corrisponde ai *rating* in valuta estera».

<sup>40</sup> STANDARD & POOR'S, *S&P's Ratings are not "Self-fulfilling Prophecies"*, 27 agosto 2012, consultabile su [www.standardandpoors.com/ratingsdirect](http://www.standardandpoors.com/ratingsdirect), ove si sottolinea che «*Standard & Poor's sovereign rating actions are accompanied by comprehensive published rationales and, often, press releases that explain our reasoning and approach. Our sovereign ratings are based on a comprehensive rating methodology. (...) We strive to make our publications as transparent and complete as possible*».

<sup>41</sup> *Ibidem*, in cui si rileva che «quando un Paese è costantemente esposto a disastri naturali o a condizioni meteorologiche che avverse (...) questa vulnerabilità influisce sulla nostra analisi della sua situazione economica, della potenziale volatilità della sua produzione economica e della prontezza di reazione del governo a fronte di tali eventi».

Come facilmente si desume, tali riflessioni incidono significativamente sulla portata del giudizio di *rating*, assimilandolo (ancor più) ad un'opinione generica (e talora segnata da un certo livello di discrezionalità). Detto assetto operativo, peraltro, finisce con l'ampliare le funzionalità dell'agenzia specializzata, estendendo il perimetro delle relative indagini alla valutazione delle condizioni di benessere collettivo del Paese.

Più propriamente, l'emissione di giudizi *unsolicited* sembra funzionale al soddisfacimento degli obiettivi di crescita operativa e strategica dell'agenzia; ciò in quanto la diffusione di "pareri" sull'affidabilità del debito sovrano consente al *rater* di contribuire alla minimizzazione delle asimmetrie informative generalmente presenti nel sistema finanziario e, al contempo, di rafforzare le proprie quote di mercato mediante più efficienti politiche di comunicazione e di avvicinamento della potenziale clientela.

Sotto il profilo giuridico viene in considerazione la mancata riferibilità dell'attività posta in essere dall'agenzia ad una richiesta di *rating*; donde la presumibile carenza di legittimazione (di quest'ultima) a rilasciare tal genere di giudizi. Per vero, potrebbero configurarsi i presupposti per l'espletamento di un'*agere* finalizzato all'interesse pubblico, concernente il corretto e regolare svolgimento del mercato; ciò, peraltro, dovrebbe consentire il possibile inquadramento delle società specializzate alla stregua di soggetti "incaricati di pubblico servizio" (con l'ovvia, conseguente necessità di riscontrare, nella fattispecie, lo strumentario procedimentale che caratterizza l'attivazione di siffatte figure)<sup>42</sup>.

La natura squisitamente privata dei *raters* e la riconducibilità degli *unsolicited rating* in un ambito di esclusiva presenza di interessi privati - collegabili alla realizzazione di strategie e politiche aziendali (che, per solito, fanno riferimento anche alle misurazioni del rischio Paese nella valutazione degli operatori economici presenti su uno specifico territorio nazionale) - esclude detta possibilità di

---

<sup>42</sup> Cfr. FORTUNA, *Pubblico ufficiale e incaricato di pubblico servizio*, in AA.VV., *I delitti contro la pubblica amministrazione*, a cura di Fortuna, Milano, 2002, p. 225 ss.; SEVERINO DI BENEDETTO, *Le nozioni di pubblico ufficiale ed incaricato di un pubblico servizio nel nuovo testo degli artt. 357 e 358 c.p.*, in AA.VV., *I delitti contro la pubblica amministrazione dopo la riforma, il nuovo Codice di procedura penale ad un anno dall'entrata in vigore : atti del primo Congresso nazionale di diritto penale*, Napoli, 1991, p. 19 ss.

inquadramento, lasciando, dunque, ampie perplessità in ordine alla legittimazione delle agenzie ad operare nelle forme di cui trattasi.

### **5. Pubblicazione del giudizio e successive modificazioni.**

Sotto un profilo strettamente operativo, l'emissione del *rating* è subordinata all'implementazione di un processo formale, composto da diverse fasi di incontro tra l'agenzia e l'emittente e da metodologie di analisi (sottoposte ad idonea approvazione) degli studi effettuati da un gruppo di esperti. L'indagine si esplica mediante l'attuazione di un procedimento tecnico che si estende su un arco temporale di 4-7 settimane, periodo nel quale i *raters* specializzati applicano le metodologie e le tecniche di elaborazione (così come in precedenza esaminate) al fine di addivenire ad un quadro completo della situazione economica, patrimoniale e finanziaria del cliente e, dunque, ad una stima del relativo *standing* creditizio.

A seguito della richiesta effettiva da parte del soggetto emittente in ordine alla sua sottoposizione a giudizio, la società di *rating* dà luogo ad una valutazione iniziale; quest'ultima prende avvio dalla realizzazione di *meeting* periodici tra il *team* di analisti e il management del cliente, nel corso dei quali il secondo fornisce al primo dati e notizie strumentali all'implementazione delle indagini di cui trattasi.

I risultati delle elaborazioni effettuate in tale fase vengono, poi, discussi da un comitato di *rating* (composto per solito da esperti *senior* scelti in numero dispari tra coloro che presentano un'adeguata esperienza nel settore), il quale approva la classe di giudizio attribuibile all'emittente esaminato mediante l'espressione di un voto collegiale preso a maggioranza.

Sicché, la decisione di *rating* viene notificata - in via confidenziale - al cliente con un margine di preavviso (generalmente corrispondente a dodici ore) prima che la stessa venga pubblicata sui mercati di riferimento mediante gli ordinari canali di comunicazione finanziaria<sup>43</sup>. La completa diffusione del giudizio tra gli operatori

---

<sup>43</sup> Il cliente potrà decidere di: accettare il *rating* assegnato e approvarne la pubblicazione; rifiutare, evitando dunque di portare a compimento il processo di valutazione posto in essere dall'agenzia; indicare ulteriori dati ed informazioni da integrare nelle elaborazioni degli analisti, chiedendo una modifica del giudizio emesso. Deve evidenziarsi, altresì, che «se l'emittente rifiuta il *rating* assegnato e non dà, quindi, l'assenso alla sua pubblicazione, l'agenzia resta legata dall'impegno di confidenzialità sottoscritto all'inizio del processo riguardo

del settore creditizio viene garantita, in tal modo, da una sequenza preordinata di procedure formali che consente di certificare l'accuratezza e il livello di approfondimento delle indagini effettuate in sede di valutazione.

Va fatto presente, inoltre, come il *rating* sia al centro di un costante monitoraggio che l'agenzia specializzata attua con un livello di frequenza ed intensità variabile; livello che risulta per solito strettamente connesso alle caratteristiche del soggetto emittente, al relativo segmento operativo, nonché alle peculiarità dei titoli finanziari destinati alla negoziazione. Vi è, dunque, un orientamento alla rivalutazione periodica dello *standing* creditizio del cliente e, conseguentemente, al continuo controllo della correttezza della classificazione (e della associata probabilità di *default*) ad esso attribuito nell'ambito del sinallagma contrattuale posto in essere con l'agenzia.

In via generale, si rileva che il *rating* è sottoposto ad aggiornamento almeno una volta all'anno; ciò con l'obiettivo di allineare le variabili che incidono sulla realtà micro dell'emittente agli eventuali mutamenti che si realizzano a livello macro; ciò in relazione all'andamento del mercato, ovvero al sistema finanziario nel suo complesso.

Sul punto, vengono in considerazione le cd. procedure di *CreditWatch* e di *Outlook*<sup>44</sup>, che le agenzie adottano per fornire ai destinatari dei giudizi eventuali indicazioni su un potenziale cambiamento del tenore delle loro valutazioni. Più in particolare, va sottolineato che esse si prefigurano come fasi operative antecedenti a possibili operazioni di *downgrade* (ovvero di *upgrade*) del merito creditizio di uno specifico soggetto; operazioni queste che possono intervenire nel brevissimo termine (corrispondente a novanta giorni, nel caso di *CreditWatch*<sup>45</sup>), ovvero su un arco temporale più lungo (di 6-24 mesi dopo la pubblicazione dell'*Outlook*<sup>46</sup>).

---

alle informazioni in suo possesso, ma, allo stesso tempo, l'impresa non può utilizzare l'analisi dell'agenzia, e il *rating* confidenziale, nei rapporti con terze parti, senza il consenso dell'agenzia stessa». Cfr. MONTI, *Le asimmetrie informative e l'attività di rating*, cit., p. 52.

<sup>44</sup> L'art. 3, lett. w) del Reg. (CE) n. 1060/2009, così come modificato dal Reg. (UE) n. 462/2013, definisce la cd. prospettiva di rating (*rating outlook*) come «un parere relativo alla probabile evoluzione del rating del credito nel breve, nel medio termine o in entrambi».

<sup>45</sup> Tale strumento appare necessario al fine di comunicare al mercato un cambiamento imminente del *rating*, sia quello di breve periodo, che di lungo periodo. Sulla base di dati e notizie aggiuntive, vengono analizzate specifiche variabili e tendenze che potrebbero influenzare la situazione finanziaria, economica e patrimoniale dell'emittente (e, dunque, il relativo merito creditizio). Il *CreditWatch* può condurre ad un miglioramento,

Deve evidenziarsi che detti strumenti sembrano talora sottendere al perseguimento di interessi terzi e fuorvianti rispetto alla loro tipica funzione *rivisitatrice* (*rectius: equilibratrice*) dei *rating* precedentemente diffusi<sup>47</sup>. Ci si riferisce al fatto, cioè, che le agenzie non di rado utilizzano le previsioni di peggioramento (e/o miglioramento) futuro dei giudizi in vista della soddisfazione di esigenze economiche, patrimoniali - e talvolta politiche, nel caso dei *rating* sovrani - estranee al rapporto contrattuale con l'emittente<sup>48</sup>.

Sicché, in tale ambito, assume peculiare rilievo la misurazione del livello di qualità e di affidabilità delle valutazioni effettuate. Da qui, la configurazione di procedure, interne a ciascuna società di *rating*, volte ad approfondire l'esame degli studi statistici e delle cd. matrici di transizione<sup>49</sup>. Questi ultimi consentono, infatti,

---

ovvero ad un peggioramento del *rating*; esso può, altresì, dare luogo ad una fase di definizione durante la quale il giudizio potrebbe non subire alcun cambiamento rilevante.

<sup>46</sup> La diffusione di un *Outlook* consente di comunicare al mercato che uno specifico *rating* di lungo periodo potrebbe subire dei significativi mutamenti nell'arco di 6 mesi - 2 anni. Non è, tuttavia, un'anticipazione di una modifica certa, atteso che, alla fine del processo di revisione, il giudizio potrebbe essere riconfermato. L'*Outlook* per solito può muoversi in quattro direzioni diverse: stabile, positivo, negativo, in fase di definizione (perché incerta l'entità del cambiamento).

Sotto il profilo normativo, il procedimento di *Outlook* è stato recentemente oggetto di specifica disciplina da parte del legislatore europeo. Ciò in quanto, come si sottolinea nel considerando n. 4 del Reg. (UE) n. 462/2013, «è opportuno che le agenzie di *rating* del credito informino gli investitori dei dati sulle probabilità di default dei *rating* del credito e delle prospettive di *rating* (*rating outlook*) basati sulle performance storiche».

<sup>47</sup> Non a caso, il considerando n. 7 del recente Reg. (UE) n. 462/2013 pone in rilievo che «la rilevanza delle prospettive di *rating* per gli investitori ed emittenti e i loro effetti sui mercati sono analoghi a quelli dei *rating* del credito. Pertanto, è opportuno che tutti i requisiti di cui al regolamento (CE) n. 1060/2009 che mirano a garantire l'accuratezza, la trasparenza e l'assenza di conflitti di interesse delle attività di *rating* si applichino anche alle prospettive di *rating*».

<sup>48</sup> Con particolare riferimento ai casi di *unsolicited rating* sul debito sovrano, si veda l'editoriale riportato su Il Giornale del 16 dicembre 2011, dal titolo «*Fitch minaccia di tagliare il rating dell'Italia a gennaio Francia, outlook negativo*», nonché l'articolo de Il Sole 24Ore del 28 febbraio 2013, intitolato «*Moody's lancia la minaccia di downgrade*».

<sup>49</sup> Sotto il profilo analitico, le matrici di transizione consentono di individuare le probabilità di migrazione di uno specifico *rating* nell'ambito delle diverse categorie di *investment-grade* e di *speculative-grade*. Più in particolare, tale indagine si basa sull'esame delle frequenze passate, omettendo talora qualsivoglia riferimento alle congiunture sistemiche e, in generale, all'andamento del ciclo economico. L'utilizzo delle matrici di transizione è previsto, altresì dai recenti orientamenti dell'EBA in materia di *Incremental Default and Migration Risk Charge*, ove si evidenzia che «possono essere applicate matrici di transizione separate per gruppi di emittenti specifici e zone geografiche specifiche. A seconda (i) della composizione del portafoglio degli enti, (ii) della disponibilità di matrici di transizione accurate e (iii) delle possibili differenze nelle caratteristiche di migrazione tra i prodotti, gli emittenti e/o le zone geografiche, deve essere adottata una decisione equilibrata sull'insieme di matrici di transizione da utilizzare. Tale decisione deve prendere in considerazione (i) la scelta della fonte (interna o esterna) unitamente a un'analisi della sovrapposizione e/o del possibile disallineamento tra portafoglio degli enti e le attività sottostanti la matrice di transizione, (ii) la motivazione di qualsiasi sistema di ponderazione /anche per l'uso di ponderazioni identiche) e (iii) la lunghezza del periodo storico di osservazione. Gli enti devono definire per i debitori sovrani una matrice di transizione specifica (o più matrici quando sono disponibili i relativi dati)». Per approfondimenti, si vedano gli *Orientamenti EBA in materia di rischio*

di analizzare *ex-post* il grado di efficienza e di efficacia operativa delle elaborazioni condotte dagli analisti specializzati, in un'ottica di revisione organizzativa interna ed aggiornamento delle tecniche di elaborazioni utilizzate.

---

*incrementale di migrazione e default. EBA/GL/2012/3*, Londra, 16 maggio 2012, p. 10 ss. Si veda, inoltre, RESTI – SIRONI, *Rischio e valore nelle banche. Misura, regolamentazione, gestione*, Milano, 2005, p. 475 ss.

## Capitolo II

# FUNZIONI, FINALITÀ E REGOLAMENTAZIONE DEL RATING

### Sezione I

#### *Rating e disciplina del mercato finanziario*

##### *1. Il ruolo dei giudizi sul mercato: funzioni e finalità.*

Come si è avuto modo di osservare nelle pagine che precedono, le elaborazioni dei *raters* esprimono una misura dello *standing* creditizio (in capo ad uno specifico emittente, ovvero ad una determinata *tranche* di titoli finanziari) che si fonda su valutazioni complesse, volte a delineare un quadro completo della realtà economica, patrimoniale e finanziaria del soggetto sottoposto ad analisi. Si ha riguardo, dunque, ad indagini che afferiscono vuoi ai profili storici dell'operatività in esame, vuoi alle prospettive future di sviluppo di quest'ultima. Ciò, al fine di stimare – con la maggiore accuratezza possibile – la probabilità di un evento di *default* a carico dell'ente destinatario del giudizio; tale, cioè, da non consentire a quest'ultimo di far fronte ai propri impegni finanziari, in maniera integrale e alle scadenze prestabilite.

Nei tempi recenti si è assistito, altresì, ad un crescente dibattito relativo alla valenza intrinseca dei giudizi di *rating*; più precisamente, si è presa in considerazione la possibilità di ricondurne l'essenza ai tratti caratterizzanti la nozione di «mera opinione» (per quanto espressa da società specializzate nella realizzazione di analisi finanziarie e creditizie)<sup>50</sup>. Ed invero, la protezione garantita

---

<sup>50</sup> Si veda per tutti, PARTNOY, *How and why credit rating agencies are not like other gatekeepers*, 2006, disponibile su sssrn.com, p. 73 e p. 83 ss. Sul punto, l'A. rileva che «*if the agencies rate bonds only when they receive payment from issuers, their ratings appear less like protected speech. But if the agencies are publishing "opinions" about issuers who are not paying fees, they appear to be acting more like journalists. As noted above, the evidence indicates that financial market participants do not believe that credit ratings are merely the opinions of journalists. If they did, Moody's shares would be worth \$3 billion, not \$15 billion. But if credit*



dal principio di *freedom of speech* sancito dal *First Amendment* della Costituzione americana induce a considerare il *rating* come un semplice parere, per solito influenzato dalla discrezionalità degli analisti e disancorato da qualsivoglia regime di responsabilità extracontrattuale (a carico di questi ultimi) nei confronti dei singoli risparmiatori.

Sul punto, deve farsi presente che la riferibilità alla nozione di «mera opinione» non appare totalmente condivisibile, stante la complessità e la specificità delle informazioni contenute nei giudizi e la rilevanza a questi riconosciuta dagli operatori di mercato<sup>51</sup>. Ciò viene ulteriormente confermato se si considera che l'elemento soggettivo preso in considerazione dall'analista, pur denotando specifico rilievo, non riveste significatività tale da costituire di per sé un criterio discriminante ai fini dell'inquadramento della nozione di *rating*. E' ben vero che detto elemento entra a far parte del processo di valutazione posto in essere dal *rater* (cosa riscontrabile soprattutto nell'esame dell'andamento prospettico dell'*issuer*), ma è altrettanto vero che esso identifica un aspetto ricorrente delle analisi realizzate in ambito finanziario, qualora queste si fondino su procedure d'indagine che operano selezioni sulla base di stime. Si ha riguardo, cioè, a larga parte delle metodologie e delle tecniche conoscitive che orientano vuoi le negoziazioni sul mercato finanziario, vuoi le decisioni di finanza aziendale<sup>52</sup>. Ne consegue che il riferimento al dato soggettivo deve ritenersi una componente ineludibile delle valutazioni di cui trattasi, di tal che non è possibile ascrivere ad esso valenza univoca nella definizione dei soli giudizi di *rating*, come la tesi che qui si critica vorrebbe lasciar intendere.

Ed invero, tale assunto sembra essere confermato anche in sede normativa. Infatti, il legislatore europeo ha recentemente sottolineato che il *rating* del credito

---

*rating agencies never issued unsolicited ratings, they would appear to be even less like financial publishers and therefore even less likely to be protected by free speech principles».*

<sup>51</sup> Ci si riferisce al fenomeno dell'«*over-reliance*» che attualmente incide sulla relazione intercorrente tra il *rating* e il mercato finanziario, donde l'emersione di peculiari effetti negativi in caso di diffusione di giudizi caratterizzati da dubbia correttezza ed affidabilità.

<sup>52</sup> A titolo esemplificativo, basti pensare alla valutazione delle azioni quotate sui mercati borsistici e alla stima del rapporto «prezzo-utili», indicativo della qualità dell'investimento effettuabile. In tale contesto, si rileva che il significato di tale indice «differisce da impresa a impresa e per alcune imprese è maggiore che per altre». Ciò in quanto, talvolta, «il problema è che gli utili che una società dichiara sono cifre contabili e, in quanto tali, riflettono una serie di scelte più o meno arbitrarie di principi contabili. Quasi tutti gli utili dichiarati da una società possono essere modificati sostanzialmente, adottando principi contabili diversi». Cfr. BREALEY – MYERS – ALLEN - SANDRI, *Principi di finanza aziendale*, Milano, 2011.

svolge «un ruolo di rilievo nei mercati finanziari» e, dunque, non può essere considerato alla stregua di una «ricerca» preordinata ad un fine precipuo ovvero di una «raccomandazione in materia di investimenti»<sup>53</sup>.

In proposito, si precisa che il *rating* risulta strumentale al soddisfacimento di variegata esigenze conoscitive nel settore economico-finanziario. Ed invero, la riferibilità ai giudizi in parola assume peculiare rilevanza nella realizzazione di molteplici strategie d'azione da parte degli operatori di mercato, i quali appaiono riconducibili a tre specifiche macrocategorie: gli investitori, gli emittenti e gli intermediari finanziari. Questi ultimi, in particolare, utilizzano il *rating* come indicatore guida nella identificazione delle variabili necessarie all'emissione di nuovi titoli di debito (tra i quali rilevano il prezzo, le modalità di rimborso, nonché il tasso di rendimento)<sup>54</sup>.

---

<sup>53</sup> Ed invero, nel considerando n. 8 del recente Reg. (UE) n. 462/2013 si sottolinea che «i rating del credito (...) non sono mere opinioni in merito al valore o al prezzo di uno strumento finanziario o di un'obbligazione finanziaria». Si rileva, altresì, che «le agenzie di rating del credito non sono semplici analisti finanziari o consulenti in materia di investimenti. I rating del credito hanno valore regolamentare per gli investitori soggetti a regolamentazione, quali gli enti creditizi, le imprese di assicurazione e altri investitori istituzionali. (...) In tale contesto le agenzie di rating del credito devono essere indipendenti e percepite come tali dagli operatori del mercato e le loro metodologie di rating devono essere trasparenti e percepite come tali».

E' interessante notare come tale assunto rappresenti una vera e propria inversione di tendenza da parte del legislatore comunitario. Si rileva, infatti, che la Commissione sulle agenzie di rating del credito, nella Comunicazione diffusa in data 11 marzo 2006 (2006/C 59/02), pur evidenziando talune delle problematiche afferenti il peculiare ruolo assunto dalle agenzie di *rating* nel mercato finanziario, sottolineava che queste ultime «esprimono pareri sul merito di credito di un determinato emittente o strumento finanziario (...) fondati su informazioni riguardanti i flussi di redditi e il bilancio (in particolare l'indebitamento) dell'entità oggetto del rating, nonché i risultati finanziari passati», limitandosi così «a dare indicazioni sulla situazione in un dato momento».

<sup>54</sup> Si vedano i documenti pubblicati sul sito di S&P ove si evidenziano le principali funzioni del rating e i relativi destinatari. Più in particolare, si sottolinea che «gli investitori usano il rating per valutare il rischio di credito e per confrontare differenti emittenti e titoli di debito quando devono prendere decisioni sugli investimenti e gestire il proprio portafoglio. (...) Gli investitori istituzionali, i fondi comuni di investimento, i fondi pensione, le banche e le assicurazioni utilizzano solitamente i rating per integrare le loro analisi sul rischio di credito di specifici titoli obbligazionari, per stabilire una soglia di rischio di credito e un criterio guida negli investimenti. (...) Gli intermediari finanziari, quali ad esempio le banche di investimento, contribuiscono a rendere più efficiente i flussi di capitali dagli investitori agli emittenti utilizzando i rating come parametro di riferimento del rischio di credito relativo di titoli obbligazionari differenti. (...) Gli emittenti utilizzano il rating per fornire un punto di vista indipendente sulla propria affidabilità creditizia e sulla qualità del credito delle loro emissioni e quindi allargare l'universo dei possibili investitori». Si specifica, infine, che «le imprese e le istituzioni, specialmente quelle esposte a transazioni soggette a rischio di credito, possono utilizzare i rating anche per una valutazione del rischio di controparte, cioè il rischio che la controparte contrattuale, non adempia agli obblighi che si era assunta. L'opinione di un'agenzia di rating sul rischio di controparte è utile ad un'impresa anche per analizzare la propria esposizione nei confronti di un'istituzione finanziaria con la quale sono stati sottoscritti impegni finanziari. E' utile inoltre per valutare la possibilità di realizzare potenziali partnership e instaurare altre relazioni commerciali».

Deve farsi presente, tuttavia, che il *rating*, seppur ampiamente utilizzato in diversi ambiti applicativi, non deve essere inteso come un'indicazione utile per la selezione degli investimenti, né come una certificazione del valore di mercato dei titoli oggetto di negoziazione. E' evidente, infatti, che la valutazione della convenienza di uno specifico strumento finanziario deve tener conto di variegata tipologie di rischio – che ne influenzano il complessivo grado di redditività -, non limitandosi, dunque, alla misurazione del solo rischio di credito.

Detti giudizi, altresì, non possono considerarsi come una garanzia generica della qualità del debitore, né tantomeno della sua capacità di far fronte ai relativi impegni finanziari. Va tenuto presente, infatti, che l'attribuzione in capo all'*issuer* di uno specifico livello di affidabilità creditizia (cui è associato un certo "punteggio" nelle tradizionali scale alfanumeriche utilizzate dalle agenzie) non consente di trasmettere al mercato un'informazione completa relativa ad eventi di sicura realizzazione. Ciò in quanto si è di fronte al risultato di elaborazioni fondate su circostanze di natura probabilistica, sulle quali incidono variabili di tipo statistico (e talora non facilmente riscontrabili nella realtà dei fatti). Ciò con la conseguenza che, in taluni casi, è dato riscontrare, sul piano delle concretezze, una conferma della valutazione formulata nel *rating*; donde l'eventualità che il soggetto analizzato possa repentinamente cadere in *default*, rientrando - in tal modo - tra i possibili fallimenti preventivamente stimati dagli analisti.

Quanto sopra induce a ritenere che il ricorso al *rating* non può prescindere dall'individuazione della relativa valenza sostanziale. Va da sé che la salvaguardia di un congruo livello di trasparenza nell'ambito dei processi di formazione (e divulgazione) dei giudizi appare l'unica via percorribile per consentire ai diretti utilizzatori un'adeguata conoscenza del loro intrinseco valore informativo e, conseguentemente, un corretto utilizzo degli stessi in ambito economico e finanziario.

## 2. Rating e regolazione dell'ordinamento finanziario: in generale.

Tra le funzionalità ascrivibili ai giudizi di *rating* significativo rilievo deve essere attribuito a quella di natura regolamentare, desumibile dagli orientamenti al riguardo espressi vuoi nell'ordinamento finanziario nazionale, vuoi da organismi autoritativi operanti nel più ampio contesto internazionale. Più in particolare, tale funzione si inserisce nel modulo procedimentale che consente di ricollegare la configurazione in capo all'operatore finanziario di un «particolare trattamento giuridico» all'«ottenimento di un determinato livello di *rating*»<sup>55</sup>.

Nel corso degli ultimi decenni, si è assistito dunque alla realizzazione di variegata forme di *esternalizzazione* delle funzioni disciplinari da parte delle competenti autorità di settore; ciò con la conseguenza di dar corso alla traslazione di taluni obiettivi di competenza pubblica in capo a soggetti privati (*i.e.*: i *rater*), i quali, come è noto, risultano invece dediti all'attuazione di strategie operative di matrice strettamente imprenditoriale<sup>56</sup>.

Si è dato luogo, per tal via, ad un peculiare disallineamento tra «l'utilità effettiva del *rating*» e «l'utilità percepita» dagli investitori, atteso che questi ultimi sono indotti a riporre nei giudizi diffusi dalle società specializzate un affidamento di gran lunga maggiore rispetto alla reale portata indicativa degli stessi<sup>57</sup>. Ciò, con ovvie ripercussioni sul livello dell'efficienza informativa dell'intero sistema finanziario e, conseguentemente, sulla salvaguardia di uno stabile equilibrio dei mercati di riferimento.

---

<sup>55</sup> Cfr. SACCO GINEVRI, *Le società di rating nel Regolamento CE n. 1060/2009: profili organizzativi dell'attività*, in *Le nuove leggi civ. comm.*, 2010, n. 2, p. 291 ss., ed in particolare p. 312. Deve farsi presente, altresì, che il recente Reg. (UE) n. 462/2013 definisce in maniera puntuale la nozione di *rating* «a fini regolamentari», *i.e.* «l'utilizzo dei rating del credito allo scopo specifico di conformarsi al diritto dell'Unione o al diritto dell'Unione così come recepito della legislazione nazionale degli Stati membri» (art. 1, punto 3) che modifica l'art. 3, parag. 1, lett. g) del Reg. 1060/2009).

<sup>56</sup> Come si vedrà in seguito, per solito le agenzie di *rating* risultano caratterizzate dall'esistenza di conflitti di interesse che finiscono con l'incidere sulla loro operatività ordinaria e, più in particolare, sulla correttezza e affidabilità dei relativi giudizi. Si sottolinea, altresì, che i *rater* sono società private (le cui partecipazioni sono generalmente detenute da grandi investitori istituzionali) che svolgono attività accessorie all'emissione dei giudizi, tra le quali rileva la realizzazione di servizi accessori destinati alle medesime categorie di clienti che richiedono le valutazioni relative al merito creditizio.

<sup>57</sup> Cfr. ENRIQUES – GARGANTINI, *Regolamentazione dei mercati finanziari, rating e regolamentazione del rating*, in *Analisi Giur. Econ.*, 2010, n. 2, p. 475 ss., ove si rileva che «si è creata una domanda artificiale del servizio di rating, si sono amplificati gli effetti delle imperfezioni che lo caratterizzano, si sono poste le premesse (...) per l'innalzamento di barriere all'entrata su questo mercato».

Come si dirà nel prosieguo della trattazione, tale funzione in capo alle società specializzate trova piena legittimazione nel disposto disciplinare recato dall'Accordo di Basilea II (recentemente modificato dalla regolamentazione di Basilea III). In tale ambito, il *rating* assume un ruolo cruciale in vista del calcolo delle ponderazioni (strumentali alla definizione del patrimonio di vigilanza) richieste dall'applicazione del metodo *standard*, alternativo al metodo dei *rating* interni che, invece, presuppone l'autonoma configurazione da parte dell'intermediario bancario di processi di calcolo del rischio creditizio.

Il valore regolamentare dei giudizi in questione trova esplicazione, in secondo luogo, con riferimento alla nozione di «*rating* obbligatorio», che viene per solito adottato al fine di limitare le operazioni di vendita e di acquisto di titoli da parte di taluni intermediari finanziari (tra i quali rilevano i fondi comuni di investimento). Al riguardo, si fa presente che l'*agere* dei *raters* contribuisce alla selezione delle opportunità di investimento presenti sul mercato; più specificamente, i giudizi diffusi nel sistema finanziario appaiono strumentali alla realizzazione di politiche di diversificazione del rischio tipiche delle categorie istituzionali di operatori creditizi.

Deve sottolinearsi, infine, che il *rating* utilizzato per scopi regolamentari esonera gli emittenti dagli obblighi conoscitivi ricollegati alla negoziazione di nuovi titoli finanziari. Ciò in quanto la diffusione delle valutazioni effettuate dalle agenzie consente all'intermediario di trasmettere al mercato le informazioni rilevanti in merito allo *standing* creditizio dello strumento oggetto di negoziazione; a tal fine rilevando la possibilità di avvalersi dell'immediatezza esplicativa propria delle tradizionali scale di classificazione alfanumerica<sup>58</sup>.

Sotto il profilo tecnico, si rileva che le agenzie di *rating* assolvono, per solito, a tre specifiche funzioni operative; esse fungono, cioè, da «enti para-legislativi», da soggetti «filtro» nelle negoziazioni borsistiche, nonché da «sostituti agli obblighi di

---

<sup>58</sup> Tipicamente, i caratteri alfanumerici utilizzati dalle agenzie per individuare il giudizio sintetico sull'affidabilità creditizia del soggetto esaminato possono classificarsi in base a tre grandi macrocategorie. Il discrimine fondamentale è, infatti, tra «*investment grade*» (in cui vengono ricompresi i giudizi da AAA a BBB-), «*non-investment grade*» (corrispondenti a BB+ in poi) e «*junk bonds*» (C e D che indicano l'imminente fallimento), in base ai quali è possibile suddividere i titoli in virtù dei relativi profili di rischio-rendimento. Tale classificazione viene parzialmente modificata, altresì, in caso di *rating* il cui valore segnaletico è riconducibile ad un ristretto arco temporale di breve periodo. La scala di riferimento si trasforma così in giudizi «*investment grade*» (che vanno da A-1+ a A-3) e giudizi «*speculative grade*» (B-1 fino a SD). Per approfondimenti, si veda <http://www.standardandpoors.com>

informativa»<sup>59</sup>. In primo luogo, deve evidenziarsi che l'attribuzione dei compiti di natura «para-legislativa» si concretizza nell'impiego dei giudizi in questione nella quantificazione dei requisiti patrimoniali propri degli intermediari bancari (e, più specificamente, nella rilevazione della relativa esposizione al rischio creditizio per le attività detenute in bilancio).

In generale, se ne deduce che l'attribuzione di un valore disciplinare alla nozione di *rating* ha dato luogo all'emersione di un peculiare fenomeno di «*over-reliance*» che, come sottolineato in precedenza, alimenta l'accrescimento del livello di affidamento riscontrabile in capo agli investitori. Ed invero, ad avviso della dottrina è dato riscontrare nella fattispecie un processo di «abdicazione regolamentare»<sup>60</sup>, cui si è ricollegata, nel prosieguo di tempo, una «acritica accettazione»<sup>61</sup> della significatività dei giudizi in questione nell'ordinamento finanziario nazionale ed internazionale.

A ben considerare, la ragione della diffusione del *rating* nell'attività di regolamentazione trae origine dalla constatazione che il ricorso ai giudizi in questione genera significativi risparmi - in termini monetari e temporali - configurabili in capo al legislatore ed al mercato. Ciò in quanto, la riferibilità ad una variabile semplificata (e, dunque di immediata comprensibilità) nell'attività di supervisione del sistema finanziario consente, da un lato, ai regolatori di disporre di «un set informativo che non sarebbero in grado di replicare», dall'altro agli investitori di «ridurre i costi» delle strategie di acquisto e vendita dei titoli negoziati<sup>62</sup>.

---

<sup>59</sup> Cfr. MOODY'S, *Una soluzione al dibattito sulle agenzie di rating*, 22 marzo 2012. Ed invero, le agenzie di *rating* «si sono sviluppate di pari passo con i mercati finanziari globali e si sono adeguate alle esigenze ed alle aspettative della comunità di investitori professionali. Riuscire a riconciliare questo doppio ruolo di "opinionisti" per il settore privato e di strumenti normativi per il settore pubblico rappresenta un problema sempre più pressante e complesso, e si è giunti ad un punto in cui la quadratura del cerchio forse non è più possibile».

<sup>60</sup> Cfr. ENRIQUES – GARGANTINI, *op. cit.*, p. 475, ove tale termine è riferito all'utilizzo del *rating* nell'ambito di variegati segmenti regolamentari, tra i quali rilevano la disciplina di Basilea II, la normativa dedicata alle operazioni di cartolarizzazione e al segmento della finanza strutturata.

<sup>61</sup> Cfr. SZEGO – GOBBO, *Rating, mercato e regolatori. «Reliance» e «over-reliance» sulle agenzie di rating*, in *Analisi Giur. Econ.*, 2012, n. 2, p. 336, nel quale si pongono interrogativi sul ruolo di dette agenzie nel mercato finanziario e sulle ragioni del fenomeno di «*over-reliance*» che attualmente caratterizza la loro operatività.

<sup>62</sup> *Ibidem*, p. 339, in cui si aggiunge che «le valutazioni delle agenzie forniscono al regolatore uno strumento oggettivo di tutela degli investitori – normalmente contraenti deboli nelle operazioni sul mercato finanziario: ciò spiega anche perché diverse regolamentazioni consentono di collocare presso gli investitori *retail* solo strumenti con *rating* elevato. Dal lato dei regolati, il riferimento ai *rating* riduce i costi; evita, ad esempio, la necessità di predisporre modelli interni per processare la stessa informazione utilizzata dalle agenzie».

Deve farsi presente, tuttavia, che il coinvolgimento delle agenzie di *rating* nei noti scandali di *default* societari ha mostrato, negli ultimi decenni, gli effetti negativi connessi al nominato fenomeno della «*over-reliance*». Ed invero, sono emerse condotte di dubbia correttezza in capo alle agenzie stesse (dalle quali sono, poi, scaturite talora valutazioni di scarsa credibilità e trasparenza) che hanno sostanzialmente ridimensionato i benefici rivenienti dalla *fiducia* riposta nelle medesime da parte dell'ordinamento finanziario<sup>63</sup>.

Da qui, la ricerca di soluzioni alternative, in linea con le esigenze di valutazione del rischio di credito e in grado di sostituire i meccanismi di adozione del *rating* a scopo regolamentare. In tale direzione appaiono orientati taluni recenti provvedimenti normativi, formulati sia in sede regionale europea (con specifico riferimento al Reg. (UE) n. 462/2013<sup>64</sup>), sia in ambito statunitense (cd. *Dodd-Frank Act*); provvedimenti che mirano a sottoporre l'operatività dei *raters* ad una vigilanza pubblica più stringente e, al contempo, a diminuire gradualmente la rilevanza che agli stessi è attualmente attribuita nel sistema economico globale.

### ***3. Rating e normativa nazionale: la legge n.130/1999 in materia di cartolarizzazioni...***

Con specifico riguardo all'ordinamento nazionale, il primo riferimento legislativo ai giudizi di *rating* a fini regolamentari risale all'emanazione delle disposizioni normative in materia di cartolarizzazioni (contenute nella legge 30 aprile 1999, n. 130);<sup>65</sup> con queste si son voluti tipizzare vuoi i meccanismi di

---

<sup>63</sup> Si veda l'editoriale dal titolo «*Rating, gli errori dei regolatori*», comparso su *la Repubblica* del giorno 8 maggio 2010, in cui si esprimono le perplessità di autorevoli esponenti della dottrina e delle istituzioni con riguardo all'utilizzo del *rating* per fini regolamentari e al conseguente effetto di *over-reliance* che ad esso si è correlato.

<sup>64</sup> Più in particolare, nel considerando n. 6 di tale Regolamento si sottolinea che «l'Unione sta rivedendo, in una prima fase, se i riferimenti ai rating del credito previsti nel diritto dell'Unione determinino o possano determinare un affidamento esclusivo o meccanico a tali rating del credito e, in una seconda fase, tutti i riferimenti ai rating del credito per scopi regolamentari, con l'obiettivo di eliminarli entro il 2020, a condizione che siano identificate e attuate alternative adeguate alla valutazione del rischio di credito».

<sup>65</sup> Per i primi commenti al testo normativo, cfr. SCIARRONE ALIBRANDI, *Brevi note sulla l. 30 aprile 1999, n. 130, recante "Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti"*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1999, fasc. 4, pag. 489 ss.; DE NOVA – LEO, *Cartolarizzazione. La "securitization" in Italia*, in *I Contratti*, 1999, fasc. 7 pag. 709 ss.; BELLÌ CONTARINI, *Legge n. 130/99: regolamentazione, con incentivi, anche fiscali, delle operazioni di*

cessione di crediti da parte di istituzioni finanziarie, vuoi il successivo collocamento di titoli obbligazionari sul mercato mobiliare (da realizzare previa formulazione di un apposito prospetto informativo)<sup>66</sup>.

Più in particolare, siamo in presenza di un'operazione creditizia complessa<sup>67</sup>, nella quale l'agenzia di *rating* assume un ruolo di cruciale rilevanza in ordine al corretto svolgimento delle diverse fasi operative di cui l'operazione stessa si compone. Ed invero, l'emissione del giudizio sull'affidabilità dei titoli (per solito rappresentati da *asset backed securities* che traggono origine dalla cessione di *tranches* di crediti da parte del soggetto *originator* verso un autonomo *special*

---

*cartolarizzazione dei crediti*, in *Bollettino tributario d'informazioni*, 1999, fasc. 21 pag. 1581 ss.; GALLETTI, *Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti (l. 30 aprile 1999, n. 130)*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2000, fasc. 5, pag. 1112 ss.

<sup>66</sup> Più in particolare, l'art. 1, comma 1, della legge n. 130/1999 specifica che per "operazione di cartolarizzazione" si intende la «cessione a titolo oneroso di crediti pecuniari, sia esistenti sia futuri, individuabili in blocco se si tratta di una pluralità di crediti, quando ricorrono i seguenti requisiti: a) il cessionario sia una società prevista dall'articolo 3; b) le somme corrisposte dal debitore o dai debitori ceduti siano destinate in via esclusiva, dalla società cessionaria, al soddisfacimento dei diritti incorporati nei titoli emessi, dalla stessa o da altra società, per finanziare l'acquisto di tali crediti, nonché al pagamento dei costi dell'operazione».

In dottrina, rileva la definizione fornita da Shenker e Colletta, in base alla quale «*securitization (...) (is) the sale of equity or debt instruments, representing ownership interests in, or secured by, a segregated, income-producing asset or pool of assets, in a transaction structured to reduce or reallocate certain risks inherent in owning or lending against the underlying assets and to ensure that such interests are more readily marketable and. Thus, more liquid than ownership interests in and loans against the underlying assets*». Cfr. SHENKER – COLLETTA, *Asset Securitization: Evolution, Current Issues and New Frontiers*, in *Texas Law Review*, 1990, n. 69, p. 1369 ss.

Sotto il profilo economico, il processo di cartolarizzazione («*securitization*») può essere definita come un processo di trasformazione di poste di bilancio in valori mobiliari negoziabili sul mercato finanziario. Tale tecnica nasce durante gli anni '70 nel sistema statunitense, con l'obiettivo di soddisfare le esigenze di liquidità di talune istituzioni finanziarie (quali *Bank of America* e *Salomon Brothers* che hanno utilizzato detto procedimento per smobilizzare i mutui ipotecari detenuti mediante l'emissione di *mortgage backed securities*). Per approfondimenti, cfr. MONTI, *Manuale di finanza per l'impresa. Teoria e pratica*, Novara, 2009, p. 357 ss.; BREALEY – MYERS – ALLEN – SANDRI, *Principi di finanza aziendale*, cit.; AA.VV., *Manuale di finanza aziendale*, a cura di Cattaneo, Bologna, 1999; DAMODARAN – ROGGI, *Finanza Aziendale. Applicazioni per il management*, Milano, 2011; TIROLE, *The Theory of Corporate Finance*, Princeton, 2006; AA.VV., *Economia della banca*, a cura di Ruozi, Milano, 2011, p. 215 ss.; COLAGRANDE – FIORE – GRIMALDI – PRANDINA, *Le operazioni di securitization*, Milano, 1999.

<sup>67</sup> Per una panoramica delle varie fasi di cui si compone l'operazione di cartolarizzazione, cfr. AA.VV. *Economia della banca*, cit., p. 215 ss. ed in particolare, p. 222, ove l'A. evidenzia che «la crisi finanziaria ha fatto emergere alcuni punti di debolezza delle operazioni di cartolarizzazione senza però mettere in discussione la valenza e gli indiscutibili vantaggi che possono derivarne. (...) Occorre evitare (tuttavia) che il rischio di credito delle banche defluisca in soggetti non regolamentati e che non ricadano nell'area di assoggettamento della disciplina prudenziale sui rischi. Gli strumenti cartolarizzati devono riflettere l'effettiva rischiosità delle attività sottostanti. Si deve evitare un utilizzo distorto della cartolarizzazione finalizzato a occultare la reale esposizione delle banche». Ciò in quanto, talune evidenze empiriche hanno dimostrato che tale tecnica operativa «intervene sulla composizione quali/quantitativa dello stato patrimoniale delle banche, veniva impiegata allo scopo di ridurre la rischiosità dell'attivo e, di conseguenza, i requisiti di capitale da detenere a fini prudenziali».



*purpose vehicle*, istituito *ad hoc*<sup>68</sup>) consente di certificare il livello di rischio che viene trasferito al mercato, «contribuendo (così) ad eliminare le asimmetrie informative che caratterizzano, inevitabilmente, tutte le transazioni» di cui trattasi<sup>69</sup>.

La riferibilità alla funzione propria delle società di *rating* è puntualmente riconosciuta in sede normativa: l'art. 2, comma 4, della nominata l. n. 130/1999 reca uno specifico obbligo di certificazione del 'merito creditizio' dell'operazione «da parte di operatori terzi», allorché i destinatari dell'emissione dei titoli finanziari siano rappresentati da «investitori non professionali»<sup>70</sup>. Se ne deduce che, in tale contesto, i giudizi in parola assolvono ad una vera e propria funzione garantistica della correttezza delle procedure di cessione dei crediti, tutelando le controparti negoziali deboli da eventuali *misrepresentation* e/o condotte negligenti in capo agli operatori economici ed agli intermediari finanziari coinvolti nell'operazione<sup>71</sup>.

---

<sup>68</sup> Cfr. DI CIOMMO, *I soggetti che svolgono operazioni di cartolarizzazione e la separazione patrimoniale*, in AA.VV., *La cartolarizzazione dei crediti in Italia. Commentario alla legge 30 aprile 1999 n. 130*, a cura di Pardolesi, Milano, 1999, p. 51 ss.; TROIANO, *Le operazioni di cartolarizzazione. Profili generali*, Padova, 2003; CAROTA, *Cartolarizzazione dei crediti*, in AA.VV., *I contratti del mercato finanziario*, a cura di Gabrielli – Lener, Torino, 2011, tomo II, p. 1501 ss.

<sup>69</sup> Cfr. MONTI, *Manuale di finanza per l'impresa. Teoria e pratica*, cit., p. 369. Più specificamente, si rileva che «mentre nel valutare il merito di credito di un titolo tradizionale le società di *rating* analizzano la capacità del debitore di far fronte alle proprie obbligazioni senza incorrere in ritardi ed insolvenze, nel caso delle *asset backed securities* il *rating* viene assegnato prescindendo dallo *standing* creditizio del cedente, basandosi piuttosto su altri elementi quali – ad esempio – la capacità, da parte delle attività sottostanti ai titoli emessi, di produrre i *cash flow* necessari al puntuale servizio del debito, la struttura tecnica e legale dell'operazione, l'eventuale presenza di un terzo garante».

<sup>70</sup> Al comma 3 del medesimo articolo si disciplinano, invece, le operazioni di cartolarizzazione destinate ad investitori professionali. In tal caso, «il prospetto informativo contiene le seguenti indicazioni: a) il soggetto cedente, la società cessionaria, le caratteristiche dell'operazione, con riguardo sia ai crediti sia ai titoli emessi per finanziarla; b) i soggetti incaricati di curare l'emissione ed il collocamento dei titoli; c) i soggetti incaricati della riscossione dei crediti ceduti e dei servizi di cassa e di pagamento; d) le condizioni in presenza delle quali, a vantaggio dei portatori dei titoli, è consentita alla società cessionaria la cessione dei crediti acquistati; e) le condizioni in presenza delle quali la società cessionaria può reinvestire in altre attività finanziarie i fondi derivanti dalla gestione dei crediti ceduti non immediatamente impiegati per il soddisfacimento dei diritti derivanti dai titoli; f) le eventuali operazioni finanziarie accessorie stipulate per il buon fine dell'operazione di cartolarizzazione; g) il contenuto minimo essenziale dei titoli emessi e l'indicazione delle forme di pubblicità del prospetto informativo idonee a garantirne l'agevole conoscibilità da parte dei portatori dei titoli; h) i costi dell'operazione e le condizioni alle quali la società cessionaria può detrarli dalle somme corrisposte dal debitore o dai debitori ceduti, nonché l'indicazione degli utili previsti dall'operazione e il percettore; i) gli eventuali rapporti di partecipazione tra il soggetto cedente e la società cessionaria».

<sup>71</sup> Al comma 5 del medesimo articolo, il legislatore impone l'onere in capo alla Consob di stabilire «i requisiti di professionalità e i criteri per assicurare l'indipendenza degli operatori che svolgono la valutazione del merito di credito e l'informazione sugli eventuali rapporti esistenti tra questi e i soggetti che a vario titolo partecipano all'operazione, anche qualora la valutazione non sia obbligatoria». A tal proposito, si veda il regolamento Consob 2 novembre 1999, n. 12175, al cui art. 2, comma 1, si stabilisce che i soggetti incaricati di valutare lo *standing* creditizio dei titoli cartolarizzati devono essere «organizzati in modo che: a) alla formulazione del giudizio sul merito di credito concorrano persone che abbiano maturato un'esperienza direttiva non inferiore a 3

Deve farsi presente, altresì, come le tecniche di cartolarizzazione si fondino sul «collegamento di una pluralità di negozi», volto al soddisfacimento di «finalità economiche e giuridiche unitarie»<sup>72</sup>; queste assumono peculiare rilevanza vuoi in termini di complessiva riallocazione (mediante segmentazione) dei rischi nel sistema finanziario, vuoi (a livello *micro*) con riferimento alle determinanti del ristretto ambito strategico ed operativo imputabile al soggetto cedente<sup>73</sup>.

#### **4. L'Accordo di Basilea II: rating e adeguatezza patrimoniale degli intermediari bancari.**

L'Accordo di Basilea II (denominato «Convergenza internazionale della misurazione del capitale e dei coefficienti patrimoniali. Nuovo schema di regolamentazione») in materia di vigilanza prudenziale sugli intermediari bancari - recepito in sede comunitaria mediante le direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE - assume specifico rilievo nella comprensione del tema che ci occupa<sup>74</sup>. I canoni di adeguatezza patrimoniale ivi definiti hanno sancito, a livello internazionale,

---

anni in società o strutture aziendali specializzate nella valutazione dei crediti; b) sia prevista, per ciascuna fase in cui si articola la valutazione e per i relativi aggiornamenti, l'utilizzazione di procedure predeterminate e conformi alle prassi internazionali, che assicurino la riservatezza delle informazioni e dei dati acquisiti; c) siano predisposti supporti tecnici e dotazioni di personale adeguati in relazione alla procedure utilizzate ed agli incarichi che si stima di svolgere in ciascun anno».

<sup>72</sup> Cfr. MARIANELLO, *Cartolarizzazione e responsabilità della società di rating*, Roma, 2004, *passim.*, ed in particolare, p. 15, in cui l'A. pone l'accento sul carattere omogeneo delle attività sottoposte a cessione, caratteristica questa che, «pur non essendo (...) indefettibile dell'operazione, facilita la gestione cumulativa (delle stesse) e consente la realizzazione di economie di scala, unitamente alla possibilità di ripartire con maggiore semplicità le eventuali insolvenze o il mancato incasso dei profitti, programmati in seguito all'analisi dei relativi flussi finanziari».

<sup>73</sup> Cfr. BESSONE, *Cartolarizzazione dei crediti. «Soggetti», disciplina delle attività, garanzie di pubblica vigilanza*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2002, fasc. 1, p. 4. Più specificamente, si sottolinea che «si tratta di valutare una complessa trama di soggetti, loro attività, loro contratti (...)». Ciò, tenendo presente i risvolti della loro aggregazione che dà origine ad «un complesso insieme di procedimenti. Quelli giusprivatistici costituiti dalla serie di contratti in senso tecnico *collegati* variamente conclusi da cedente, società *veicolo*, prestatori di garanzie e altri ancora. E quelli giuspubblicistici nella generalità di casi costituiti da interventi con finalità di pubblica vigilanza».

<sup>74</sup> Emanato nel 2004 dal Comitato di Basilea, organismo costituito nel 1975 con l'obiettivo di promuovere la cooperazione tra banche centrali e la formulazione di regole volte a salvaguardare la stabilità del sistema bancario internazionale. Tale Accordo rappresenta una modifica alla disciplina recata dall'Accordo di Basilea I relativo alla *Capital Adequacy* degli intermediari bancari, il quale ha mostrato fin da subito evidenti limiti applicativi in termini di misurazione del merito creditizio delle imprese private, di valutazione della struttura temporale delle scadenze, nonché di considerazione delle politiche di mitigazione del rischio attuabili dai diversi intermediari bancari.

l'utilizzo del *rating* per fini regolamentari, stante la specifica funzione ad esso attribuito dal legislatore nei procedimenti di stima dell'esposizione creditizia delle istituzioni bancarie.

Sotto il profilo tecnico, il primo pilastro della normativa in parola consente agli enti creditizi di avvalersi di tre diverse metodologie di calcolo del cd. patrimonio di vigilanza<sup>75</sup>, considerato necessario strumento per la copertura dei rischi che, per solito, incidono sull'*agere* degli appartenenti al settore (ferma la distinzione tra: rischi di credito, di mercato ed operativi)<sup>76</sup>. Finalità avuta di mira dal regolatore è, dunque, il raggiungimento di congrui livelli di stabilità e solidità economica, patrimoniale e finanziaria, elementi tutti da valutare con riferimento vuoi alla realtà *micro* del singolo intermediario, vuoi all'andamento del mercato creditizio considerato nel suo complesso (*i.e.* in una dimensione *macro*).

Più specificamente, lo *Standardized Approach* (differentemente dall'*Internal Rating Based Approach*) consente all'operatore bancario di misurare il rischio delle attività detenute in bilancio sulla base dei *rating* elaborati da soggetti terzi indipendenti. In altri termini, l'ammontare del patrimonio necessario a far fronte all'esposizione creditizia si fonda sull'individuazione di coefficienti di ponderazione (degli attivi inclusi nei portafogli bancari) i quali, a loro volta, mediante la realizzazione di una specifica procedura di *mapping*, dipendono dalle stime effettuate da apposite «agenzie esterne di valutazione del merito di credito» (ECAI), ovvero da «agenzie di credito all'esportazione» (ECA)<sup>77</sup>.

---

<sup>75</sup> Più in particolare, la normativa di Basilea II si fonda sull'esistenza di tre specifici pilastri. Il primo riguarda i nominati requisiti patrimoniali e l'esposizione della banca al rischio di credito, misurabili mediante l'applicazione dello *Standardized Approach*, ovvero dell'*Internal Rating Based Approach* (nella sua formulazione di base e avanzata). Il secondo pilastro attiene, invece, alla supervisione dell'adeguatezza patrimoniale degli operatori bancari, funzione questa assolta dall'Autorità del settore nell'ambito dello svolgimento delle relative funzioni di supervisione. Il terzo pilastro, infine, ha riguardo alla disciplina di mercato e, più specificamente, agli obblighi di comunicazione in capo alle banche, in merito alla struttura del patrimonio, alle tecniche di misurazione e di gestione del rischio, nonché ai profili di rischio assunti.

<sup>76</sup> Si è soliti ricomprendere il rischio di credito nella più ampia categoria dei cd. rischi di controparte, la quale include anche il rischio di regolamento e il rischio Paese. Si sottolinea, inoltre, che per rischio di mercato si intende l'insieme degli effetti rivenienti dalla volatilità gravante sui tassi di interesse, sui tassi di cambio, nonché sul prezzo degli strumenti finanziari scambiati. Deve farsi presente, infine, che la disciplina di Basilea II non prevede alcun riferimento al rischio di liquidità ed al rischio sistemico, benché questi siano per solito ricompresi nel generale alveo del cd. rischio di impresa.

<sup>77</sup> In base alla Circolare emanata dalla Banca d'Italia n. 263 del 27 dicembre 2006, il *mapping* consiste nell'associazione dei *rating* alle classi di ponderazioni di rischio necessarie al calcolo del patrimonio di vigilanza. Più in particolare, «tale associazione è svolta dalla Banca d'Italia, considerando fattori sia quantitativi che qualitativi. Tra questi ultimi rientra la definizione di *default* utilizzata».

Sul punto, deve sottolinearsi che a livello di normazione secondaria<sup>78</sup>, a seguito del recepimento delle nominate direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE, si è subordinata la possibilità di utilizzare dette valutazioni esterne (attribuendo loro, dunque, una valenza di natura regolamentare) al controllo da parte della Banca d'Italia dei requisiti «che riguardano sia la "metodologia" utilizzata per la definizione dei giudizi (oggettività, indipendenza, revisione periodica, trasparenza), sia le valutazioni che ne conseguono (credibilità e trasparenza)»<sup>79</sup>. Va da sé che in presenza di tali requisiti ricorrono i presupposti per il riconoscimento delle agenzie specializzate come soggetti ECAI (*External Credit Assessment Institution*)<sup>80</sup>, istituzionalmente legittimati ad operare a stretto contatto con gli intermediari bancari<sup>81</sup>.

Da qui, l'emersione di un peculiare effetto di «*over-reliance*» che, come già in precedenza sottolineato, ha dato luogo – in concomitanza con lo scoppio delle recenti «turbolenze finanziarie» - a molteplici dubbi circa il livello di attendibilità dei giudizi formulati dalle agenzie, nonché in ordine alla struttura del mercato del *rating* ed alla effettiva validità dei procedimenti d'indagine adottati dagli analisti. Ne sono conseguite differenti ipotesi risolutorie della problematica in parola, tra le quali rileva la completa eliminazione della riferibilità al *rating* come parametro-guida nell'ordinamento bancario<sup>82</sup>; donde la prospettazione di strumenti alternativi

---

<sup>78</sup> Cfr. Circolare della Banca d'Italia n. 263 del 27 dicembre 2006, in tema di disposizioni di vigilanza sulle banche.

<sup>79</sup> Si veda la Sezione VIII della citata Circolare, p. 32 ss.

<sup>80</sup> Sotto il profilo tecnico, la Sezione VIII della nominata Circolare n. 263/2006 specifica che l'istanza di riconoscimento presso la Banca d'Italia è avanzata dall'agenzia di *rating*. Essa è affiancata: « a) dall'attestazione con la quale un soggetto esterno, indipendente, con comprovata professionalità ed elevato standing dichiara di avere accertato il rispetto di tutti i requisiti (oggettivi e soggettivi previsti dalla normativa in esame). Tale soggetto deve inoltre attestare che, nei casi in cui i rating non siano accessibili al pubblico, i medesimi sono corrispondenti a quelli del periodo in cui sono stati elaborati; b) dall'attestazione delle banche che intendono avvalersi delle valutazioni».

<sup>81</sup> A tal proposito, rileva il considerando n. 98 del Reg. 575/2013 (*Capital Requirements Directive - CRD IV -*), ove si sottolinea che «il riconoscimento di un'agenzia di rating del credito come agenzia esterna di valutazione del merito del credito (ECAI) non dovrebbe incrementare la difficoltà di accesso a un mercato già dominato da tre grandi imprese. L'ABE e le banche centrali del SEBC, senza per questo semplificare il processo o renderlo meno rigoroso, dovrebbero prevedere il riconoscimento di un numero maggiore di agenzie di rating del credito come ECAI, così da aprire il mercato ad altre imprese».

<sup>82</sup> Tra le prime ipotesi formulate in dottrina rileva quella avanzata da Partnoy, secondo il quale ci sono tre alternative in grado di porre efficacemente rimedio alle ripercussioni negative rivenienti dall'attribuzione della «*regulatory licence*» in capo ai *raters*: «*first, regulators could open the market to new NRSROs. Second, regulators could replace NRSROs with a market-based measure such as credit spreads or credit default swaps—or even an equity-based measure of credit risk. Third, regulators could replace the concept of*

d'analisi del merito creditizio degli emittenti finanziari, strumenti ritenuti ugualmente in grado di soddisfare le esigenze conoscitive degli operatori appartenenti ai mercati di riferimento.

Alla luce degli ostacoli rivenienti dall'utilizzo di indicatori di variegata natura (quali, a titolo esemplificativo, i *credit default swaps*), l'indicata ipotesi di radicale sostituzione dei giudizi in parola non sembra rappresenti una soluzione ottimale<sup>83</sup>. Appare più facilmente condivisibile, invece, l'obiettivo, indicato a livello internazionale<sup>84</sup>, di sottoporre il mercato del *rating* ad una più stringente regolamentazione, volta a disciplinare l'operatività delle agenzie e, più in generale, ad evitare che le stesse perseguano finalità (diverse da quelle cui sono istituzionalmente preordinate) a danno degli equilibri di mercato.

Ne sono prova le recenti indicazioni del Comitato di Basilea il quale, in occasione dell'emanazione delle nuove disposizioni di Basilea III, ha indotto gli operatori bancari a diminuire il livello di affidamento sui *rating* esterni; ciò incentivandoli, al contempo, a sviluppare sistemi interni di valutazione del rischio creditizio relativo ai singoli debitori, titoli o controparti, nonché ai portafogli d'attività detenuti<sup>85</sup>. Si tende, quindi, a favorire la realizzazione di un cambiamento sostanziale

---

*recognition in the NRSRO regime with the concept of "registration," which is more familiar in securities regulation more generally». Cfr. PARTNOY, op. cit., p. 89 ss.*

<sup>83</sup> Cfr. ENRIQUES – GARGANTINI, *op. cit.*, p. 496 ss., ove si precisa che l'adozione dei CDS come parametro di riferimento per la misurazione del rischio creditizio in capo alle istituzioni finanziarie presenta «controindicazioni che potrebbero renderne sconsigliabile l'uso». Più specificamente, si ha riguardo all'elevato grado di volatilità cui è sottoposta la negoziazione di tali strumenti finanziari e la conseguente opacità informativa riveniente dalla presenza di grandi operatori in posizione dominante.

Sotto il profilo tecnico, cfr. HULL – PREDESCU - WHITE, *The relationship between credit default swap spreads, bond yields, and credit rating announcements*, in *Journal of Banking & Finance*, 2004, n. 28, p. 2789 ss., ove si analizzano empiricamente gli effetti degli annunci dei giudizi di *rating* e la loro influenza sul mercato dei CDS.

<sup>84</sup> Si ha riguardo, in particolare, alle indicazioni disciplinari rivenienti dal Regolamento (CE) n. 1060/2009 (e successive modifiche ed integrazioni) e dal *Dodd-Frank Act* americano del 2010, i quali mirano ad assoggettare le agenzie di *rating* ad una più stringente regolamentazione tecnica ed operativa. Cfr. AA.VV., *Regulating Wall Street. The Dodd-Frank Act and the New Architecture of Global Finance*, New York University, 2011, p. 453 ss.

<sup>85</sup> Più in particolare, nel considerando n. 42 del Reg. (UE) n. 575/2013 (*Capital Requirements Directive - CRD IV -*) si sottolinea che «l'utilizzo dei rating esterni e delle stime interne degli enti dei singoli parametri di rischio di credito rappresenta un progresso significativo in termini di sensibilità al rischio e di solidità prudenziale delle norme in materia di rischio di credito. Occorre incoraggiare gli enti ad adottare i metodi che presentano una maggiore sensibilità al rischio. Nel produrre le stime richieste per l'applicazione dei metodi relativi al rischio di credito previsti ai sensi del presente regolamento, è opportuno che gli enti potenzino i loro processi per la misurazione e la gestione del rischio di credito al fine di disporre di metodi per la determinazione dei requisiti in materia di fondi propri previsti dalla normativa che siano indicativi della natura, dell'ampiezza e della complessità dei singoli processi degli enti».

Ed invero, in base al Capo III, sezione I, del citato Regolamento, l'utilizzo di metodi di valutazione interna è sottoposto a specifica autorizzazione da parte delle autorità competenti, nonché al rispetto di determinati requisiti e condizioni puntualmente formulati dal legislatore in sede normativa (artt. 147- 150).

nell'approccio alla gestione del rischio, atteso che detti sistemi interni presentano peculiari differenze (tecniche e procedurali) rispetto alle metodologie di assegnazione di *rating* da parte di agenzie esterne; differenze riconducibili principalmente a tre aree d'analisi, vale a dire «le controparti oggetto di valutazione, le informazioni disponibili e il sistema di incentivi del “valutatore”»<sup>86</sup>.

Tale orientamento della regolazione di Basilea è stato confermato dal legislatore comunitario in sede di modifica della disciplina relativa alle agenzie di *rating* (Reg. (UE) n. 462/2013). Più specificamente, nell'occasione si è evidenziata la necessità di incentivare vuoi le imprese di investimento «ad introdurre procedure interne volte ad effettuare valutazioni interne del rischio di credito», vuoi gli investitori «ad esercitare la diligenza dovuta (*due diligence*)» nell'utilizzo dei giudizi diffusi sul mercato<sup>87</sup>.

Non v'è dubbio che il Regolamento in parola mira alla realizzazione di un graduale affinamento delle conoscenze e delle capacità tecniche degli agenti operanti sul mercato creditizio.

Si ha riguardo in primo luogo alle modalità di utilizzo (*rectius*: di elaborazione) *ex-ante* del giudizio di *rating* (*i.e.* in un contesto che vede gli intermediari bancari attenti alla valutazione della qualità dell'attivo detenuto in bilancio<sup>88</sup>). Successivamente, viene in considerazione la circostanza che gli investitori, solo *ex-post* (*i.e.* dopo che è divenuta possibile la fruizione dei giudizi) sono pienamente

---

<sup>86</sup> Per approfondimenti, cfr. RESTI – SIRONI, *Rischio e valore nelle banche. Misura, regolamentazione, gestione*, Milano, 2005, p. 456 ss. Specifica attenzione deve essere rivolta ai differenti sistemi di incentivi che per solito caratterizzano le agenzie di *rating* e gli intermediari bancari (che si adoperano nell'elaborazione di giudizi interni). Sul punto si sottolinea, infatti, che «nel primo caso, l'obiettivo è quello di offrire una opinione indipendente agli investitori (*independent credit opinion*) fondata su criteri il più possibile oggettivi e precisi. Le agenzie di *rating* (...) pur ricevendo commissioni dalle società oggetto di valutazione, devono assolutamente tutelare la propria reputazione, ossia la credibilità dei propri giudizi, per garantire la propria stessa sopravvivenza. Vanno dunque limitati al massimo i casi in cui un deterioramento della qualità creditizia dell'emittente “contraddice” le valutazioni precedentemente emesse dall'agenzia, costringendola a rivedere il proprio giudizio in senso peggiorativo. (...) Nel caso dei *rating* interni, invece, la banca è insieme autore e destinatario delle proprie valutazioni, ed è interessata a tutelare i propri prestiti e non tanto la propria reputazione di analista “infallibile”. Ne segue che il *rating* deve essere il più possibile reattivo, cioè capace di riflettere in modo immediato eventuali variazioni delle condizioni economico-finanziarie».

<sup>87</sup> Si veda il considerando n. 9 del Reg. (UE) n. 462/2013, che modifica il Reg. (CE) n. 1060/2009. Sul punto, si specifica inoltre che «le istituzioni finanziarie non (dovrebbero) affidarsi esclusivamente o meccanicamente ai *rating* del credito. Di conseguenza, tali istituzioni dovrebbero evitare di stipulare contratti nei quali si affidano esclusivamente o meccanicamente ai *rating* del credito nonché astenersi dall'utilizzo degli stessi nei contratti quale unico parametro per valutare il merito di credito degli investimento o per decidere di investire o disinvestire».

<sup>88</sup> In vista di una adeguata copertura dell'esposizione creditizia e, dunque, del livello di adeguatezza patrimoniale.

consapevoli dell'entità (*rectius*: portata) delle stime effettuate dalle agenzie e, quindi, in grado di percepire i rischi cui vanno incontro in sede di negoziazione finanziaria.

### **5. Ulteriori applicazioni del rating a fini regolamentari.**

Alla luce di quanto in precedenza si è esaminato, il *rating* assume una specifica valenza regolamentare nell'ambito della disciplina di determinati segmenti del mercato finanziario. In via generale, l'obiettivo avuto di mira dal legislatore è quello di semplificare i processi di valutazione e/o di collocamento di titoli finanziari, oltre naturalmente a quanto già si è detto a proposito delle operazioni di cartolarizzazione e dei requisiti di adeguatezza patrimoniale previsti da Basilea II. In altri termini, il regolatore vuole consentire agli intermediari di usufruire delle informazioni rivenienti dalle stime poste in essere dai *raters* al fine di conseguire un significativo risparmio di costi operativi e, al contempo, più elevati livelli di efficienza nell'ambito del relativo *agere* creditizio.

Deve farsi presente che l'affidamento al *rating* trova ulteriore esplicazione con riguardo alle norme applicabili in materia di fondi comuni d'investimento, di circolazione dei prodotti finanziari, nonché di certificazione dello *standing* di taluni strumenti assicurativi. In tale contesto i giudizi in questione operano come «filtro» nella selezione delle opportunità di investimento presenti sul mercato; sicché, il loro utilizzo sottende all'identificazione di efficaci politiche di diversificazione del rischio, tali cioè da tutelare gli interessi generalmente ascrivibili alle categorie istituzionali di operatori creditizi.

In primo luogo, viene in considerazione la normativa comunitaria riguardante le tipologie di prodotti finanziari detenibili dai fondi comuni armonizzati<sup>89</sup>. In tale ambito, l'art. 6 della direttiva n. 2007/16/CE del 19 marzo 2007 sancisce la

---

<sup>89</sup> Così come definiti dalla direttiva 85/611/CEE, in base alla quale con la nozione di «o.i.c.v.m.» si individuano gli organismi «il cui oggetto esclusivo è l'investimento collettivo in valori mobiliari dei capitali raccolti presso il pubblico e il cui funzionamento è soggetto al principio della ripartizione dei rischi, e le cui quote sono, su richiesta dei portatori, riacquistate o rimborsate, direttamente o indirettamente, a carico del patrimonio dei suddetti organismi. E' assimilato a tali riacquisti o rimborsi il fatto che un o.i.c.v.m. agisca per impedire che il corso delle suo quote in borsa si allontani sensibilmente dal valore netto di inventario».

possibilità di includere tra i cd. *eligible assets* anche gli strumenti del mercato monetario (non negoziati su piattaforme regolamentate) emessi da soggetti – con sede al di fuori del territorio nazionale riconducibile ai Paesi del Gruppo dei 10 – che dispongano di un *rating* di tipo *investment grade*<sup>90</sup>.

Un simile orientamento è espresso, inoltre, dalla circolare ISVAP 474/D del 21 febbraio 2002 (in attuazione dell'art. 30, comma 1 del d.lgs. n. 174/1995), nella quale si richiede l'attribuzione di un certo livello di *rating* (da parte di un'agenzia specializzata) al fine di certificare il grado di affidabilità creditizia di taluni prodotti assicurativi collegati a fondi interni o ad OICR<sup>91</sup>.

Deve farsi presente, altresì, che l'utilizzo del *rating* assume peculiare valenza anche con riferimento alle operazioni di mercato realizzate dalle banche centrali, atteso che l'affidabilità degli strumenti finanziari detenuti (sia sottoforma di garanzia, sia come acquisti definitivi) è per solito misurata sulla base delle valutazioni espresse dalle agenzie specializzate.

Sul punto, si rileva che proprio in occasione dell'emanazione del recente Reg. (UE) n. 462/2013 il legislatore ha inteso specificare la necessità di diminuire l'effetto *reliance* (nei confronti dei giudizi in questione) che, nel corso degli ultimi anni, ha finito col ripercuotersi negativamente sulla stabilità dei mercati internazionali. Non a caso, il considerando n. 5 del citato testo regolamentare incentiva gli istituti bancari centrali ad adottare «proprie valutazioni sul merito creditizio», limitando per tal via l'adozione di «approcci meccanici che potrebbero comportare modifiche inutilmente repentine ed estese all'idoneità degli strumenti finanziari e al livello degli scarti di garanzia»<sup>92</sup>.

---

<sup>90</sup> Cfr. BOCCUZZI, *Rischi e garanzie nella gestione finanziaria*, Bari, 2006, p. 134 ss.; PRESTI, *Le agenzie di rating: dalla protezione alla regolazione*, in *Atti del convegno su "I nuovi equilibri mondiali: imprese, banche, risparmiatori"*, Milano, 2009.

<sup>91</sup> Più in particolare, nella sezione III di tale Circolare (denominata «attivi a copertura delle riserve tecniche») si evidenzia che «gli altri strumenti finanziari e le controparti delle operazioni, ove sia determinabile una posizione netta positiva, devono avere un *rating* attribuito da almeno una primaria agenzia, a condizione che nessun'altra abbia attribuito una valutazione inferiore, almeno pari a "BB" o equivalente. Per quanto riguarda tali strumenti finanziari, il requisito di *rating* minimo potrà essere soddisfatto, in alternativa, con riferimento al soggetto emittente o garante».

<sup>92</sup> Si specifica inoltre che «conformemente all'articolo 284, paragrafo 3, del trattato sul funzionamento dell'Unione europea (TFUE), la BCE trasmette una relazione annuale sull'attività del Sistema europeo di banche centrali (SEBC) e sulla politica monetaria relativa all'anno precedente e a quello in corso al Parlamento europeo, al Consiglio e alla Commissione, nonché al Consiglio europeo. Il presidente della BCE deve presentare tale relazione al Parlamento europeo, che può procedere su questa base ad un dibattito generale, e al



Deve farsi cenno, infine, all'art. 100-*bis* t.u.f., comma 4, in base al quale il *rating* è assunto dal legislatore come parametro di riferimento per escludere l'applicabilità della disciplina dell'«offerta al pubblico» alla rivendita sistematica di titoli di Stato a soggetti diversi dagli investitori qualificati<sup>93</sup>. Trattasi di titoli emessi da Paesi dell'area OCSE, ai quali attribuiscono un *rating* di natura *investment grade* «almeno due agenzie di rating del credito, registrate ai sensi del regolamento (CE) n. 1060/2009 o i cui rating sono avallati da agenzie di rating registrate ai sensi del regolamento anzidetto»<sup>94</sup>.

Alla luce di tali considerazioni, risulta evidente la portata della problematica giuridica che si pone in capo alle agenzie specializzate. Ci si riferisce, cioè, al fatto che queste ultime, pur essendo legittimate ad emettere giudizi aventi riflessi di natura regolamentare, non appaiono sottoposte ad un efficace regime di responsabilità nei confronti degli investitori danneggiati da valutazioni inesatte. Tale forma di responsabilità è tuttora oggetto di discussione, giacché appare suscettibile di molteplici interpretazioni, stante la mancanza di una sostanziale interazione negoziale tra i *raters* e i soggetti operanti nel mercato finanziario<sup>95</sup>.

Come si analizzerà nel prosieguo della trattazione, gli orientamenti disciplinari recentemente definiti in sede regionale europea sembrano riflettere l'obiettivo avuto di mira dal legislatore di imputare alle agenzie in parola uno specifico onere risarcitorio; quest'ultimo è disposto a favore degli investitori che si sono ragionevolmente affidati al *rating* nella selezione tra le diverse alternative di investimento finanziario disponibili sul mercato.

Più in particolare, il Regolamento (UE) n. 462/2013 espone le società di *rating* ad una responsabilità «potenzialmente illimitata», applicabile però unicamente in presenza di determinate violazioni intenzionali (ovvero dovute a colpa grave) delle

---

Consiglio. La BCE potrebbe inoltre descrivere, in tali relazioni, la maniera in cui ha attuato i principi dell'FSB e i meccanismi di valutazione alternativi utilizzati».

<sup>93</sup> Cfr. PELLEGRINI, *Le controversie in materia bancaria e finanziaria*, Padova, 2007, p. 284.

<sup>94</sup> Tale comma è stato recentemente modificato dall'art. 1 del d.lgs. n. 184 dell'11 ottobre 2012 (che recepisce la direttiva 2010/73/CE in materia di prospetto di offerta pubblica, di ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari e di obblighi di trasparenza sui mercati regolamentati), il quale ha provveduto a sostituire le parole «primarie agenzie internazionali di classamento creditizio (*rating*)» con il riferimento ad «agenzie di rating del credito, registrate ai sensi del regolamento (CE) n. 1060/2009 o i cui rating sono avallati da agenzie di rating registrate ai sensi del regolamento anzidetto».

<sup>95</sup> Cfr. CAPRIGLIONE - SEMERARO, *Crisi finanziaria e dei debiti sovrani. L'Unione Europea tra rischi ed opportunità*, cit., p. 58 ss.

norme contenute nel Reg. (CE) n. 1060/2009<sup>96</sup>. Di tal che, in virtù delle tradizionali regole probatorie della responsabilità extra-contrattuale, resta a carico del danneggiato l'onere di provare il dolo (ovvero la negligenza) degli analisti, nonché il nesso di causalità riveniente dalla condotta di questi ultimi e il danno sofferto (con ovvie ripercussioni sulla conseguente quantificazione delle perdite patrimoniale subite).

## Sezione II

### *Il rating nella regolamentazione europea*

#### ***1. Il Reg. (CE) n. 1060/2009 e successive modificazioni.***

Nel corso dei decenni scorsi, l'assenza di una compiuta regolamentazione del *rating* ha reso complessa la definizione di specifici *standard* comportamentali ed operativi da riferire alle agenzie specializzate in tale segmento di attività. Si è assistito, per tal via, alla configurazione di un mercato caratterizzato da un elevato grado di specificità tecnica e dalla presenza di significative barriere all'entrata (le quali appaiono costituite principalmente da un'elevata professionalità e dal fattore reputazionale richiesti ai nuovi *player*).

Tali variabili hanno determinato un restringimento degli ambiti della libera concorrenza, con conseguente affermazione di una realtà sostanzialmente

---

<sup>96</sup> Ed invero, nel considerando n. 33 del Reg. (UE) n. 462/2013 si sottolinea come «occorr(a) che le agenzie di rating del credito possano essere ritenute responsabili se violano intenzionalmente o per colpa grave gli obblighi imposti loro dal regolamento (CE) n. 1060/2009». Il legislatore giustifica l'imposizione di tale regime sulla base della natura incerta e probabilistica delle valutazioni sottese all'elaborazione dei giudizi in questione. Si specifica, infatti che il nominato «criterio di colpevolezza è appropriato in quanto l'attività di emissione di rating del credito comporta una certa valutazione dei fattori economici complessi e l'applicazione di diverse metodologie può tradursi in risultati di rating differenti, senza che nessuno di essi possa essere considerato errato».

oligopolistica, dominata dalla presenza di grandi società con esperienza storica (le cd. *big three*, vale a dire Moody's, Fitch e S&P).

L'esigenza di colmare tale vuoto normativo è apparsa soprattutto a seguito dei noti scandali di *default* societario verificatisi agli inizi di questo millennio. Più in particolare, connessa a questi ultimi è stata l'imputazione in capo ai *raters* di un peculiare ruolo in ordine alla trasmissione (all'interno del mercato finanziario) degli effetti negativi rivenienti da dette situazioni di crisi (dove la loro espansione aldilà degli stretti ambiti aziendalistici cui inizialmente erano circoscritte)<sup>97</sup>.

Si pensi, nello specifico, ai casi Enron, Parmalat e Lehman Brothers, che hanno smentito i *rating* positivi formulati dalle agenzie incaricate di certificarne il grado di solvibilità finanziaria. I giudizi diffusi dai *raters* avevano indotto il mercato a formulare stime elevate sullo *standing* creditizio di tali emittenti; stime rivelatesi poi contrarie alle risultanze della situazione finanziaria, economica e patrimoniale di tali imprese, il cui deterioramento non era stato rilevato dalle agenzie in sede di valutazione delle stesse. Da qui, le ingenti perdite subite dagli operatori i quali, nella ricerca di valide opportunità di investimento, avevano fatto affidamento proprie sulle misurazioni (delle società specializzate), risultate in un secondo momento distorte e (talora) carenti sotto il profilo di una corretta certificazione del rischio.

Sicché, la considerazione della valenza informativa che comunemente viene riconosciuta al *rating* - e ne valorizza la funzione nell'ordinamento finanziario - ha indotto il legislatore a ricercare specifici profili di regolazione; tali, cioè, da garantire un congruo livello di trasparenza e di *accountability* delle agenzie di cui trattasi nei confronti del mercato.

---

<sup>97</sup> Al riguardo peculiare interesse denota la relazione contenuta nella proposta di Regolamento COM(2008) 704 del 12 novembre 2008 (che poi ha dato luogo al vigente Reg. (CE) n. 1060/2009), p. 2, nella quale si evidenzia che «le agenzie di rating del credito (hanno) contribuito in modo significativo alle recenti turbolenze dei mercati sottostimando il rischio di credito degli strumenti finanziari strutturati. Esse avevano infatti dato a gran parte dei subprime i rating massimi, sottovalutando pertanto chiaramente i gravi rischi inerenti a tali strumenti. Inoltre, quando le condizioni dei mercati sono peggiorate, le agenzie non hanno saputo adattare prontamente i propri rating».

Da qui, la puntualizzazione in base alla quale «la qualità talora scarsa dei rating degli strumenti finanziari strutturati ha contribuito in modo considerevole alla crisi attuale. Sono inoltre emerse con evidenza carenze nella comunicazione tra le agenzie e gli utenti dei rating. Di conseguenza la fiducia dei partecipanti al mercato nelle agenzie di rating del credito e nell'affidabilità dei loro rating ne ha risentito». Documento consultabile su <http://eur-lex.europa.eu>

Sul punto, vengono in considerazione le regole formulate nel dicembre 2004 (e sottoposte a parziale modifica nel maggio 2008) dal codice di condotta Iosco (*International Organisation of Securities Commissions*), denominato «*Code of Conduct - Fundamentals for Credit Rating Agencies*».

L'emanazione di tale complesso dispositivo (recepito dai maggiori *raters* mediante adesione volontaria e in via di autoregolamentazione) ha consentito al legislatore di effettuare una prima ricognizione in ordine alle modalità con cui qualificare i processi di *rating*. In tale occasione sono stati presi in considerazione il livello di indipendenza delle agenzie, nonché l'effettiva incidenza (sull'operatività di queste ultime) di significativi conflitti di interessi rivenienti principalmente dall'applicazione dell'«*issuer-pays model*» e dall'espletamento di 'servizi ancillari' (*in primis* di consulenza, nei confronti dell'emittente, servizi svolti in concomitanza con l'elaborazione del giudizio).

Dovrà attendersi, tuttavia, la formulazione del Reg. (CE) n. 1060/2009 per addivenire ad una sostanziale sottoposizione delle agenzie di rating, operanti in ambito comunitario, ad un regime di supervisione pubblica<sup>98</sup>. Più in particolare, si deve alle persistenti «carenze strutturali del settore» in esame l'emersione della necessità di identificare uno specifico regime disciplinare; ciò in vista dell'esigenza di restringere la discrezionalità operativa dei *raters*, al contempo orientando la loro attività al rispetto di più stringenti canoni di diligenza e correttezza professionale<sup>99</sup>.

---

<sup>98</sup> Cfr. PRESTI, *Le agenzie di rating: dalla protezione alla regolazione*, in *Jus*, 2009, n. 1, p. 65 ss., ove, all'indomani dell'emanazione della disciplina comunitaria, l'A. sottolineava che l'intervento del legislatore avrebbe dovuto basarsi su tre «principi fondamentali», quali «la rapidità nell'intervento; la globalità dell'approccio; l'esatta individuazione dei punti critici» oggetto di specifica attenzione.

In via generale, si poneva in risalto che «in un'economia di mercato lo scopo dovrebbe limitarsi a mettere gli operatori in condizione di utilizzare consapevolmente un giudizio sintetico sulla qualità degli emittenti; gli obiettivi, allora, ferma restando l'opportunità della registrazione delle agenzie e della sorveglianza pubblica sul loro operato, devono essere individuati nel far sì che i soggetti che operano sul mercato abbiano a disposizione gli strumenti per comprendere cosa significa un determinato giudizio e quali sono i suoi limiti intrinseci, capire quanto esso sia indipendente e affidabile, essere veramente liberi di scegliere tra diversi operatori».

<sup>99</sup> Non a caso, nella proposta di Regolamento COM(2008) 704 del 12 novembre 2008 (che poi ha dato luogo al vigente Reg. (CE) n. 1060/2009), p. 4, si sottolinea che «l'autoregolamentazione basata sull'adesione volontaria al codice della IOSCO non sembra costituire una soluzione adeguata (...). L'industria ha provato diversi regimi di autoregolamentazione, ma la maggior parte non si sono dimostrati sufficientemente robusti e/o vincolanti per far fronte ai gravi problemi e ripristinare la fiducia nei mercati. (...) In termini di requisiti sostanziali, la Commissione considera il codice di condotta rivisto della IOSCO come il termine di riferimento mondiale. Esso ha tuttavia dei limiti che devono essere superati per rendere le sue norme pienamente operative. Alcune norme della IOSCO sono piuttosto astratte e generiche; (...) ancora più importante, il codice non prevede alcun meccanismo che ne garantisca l'applicazione, ma si limita ad invitare le agenzie di rating del credito a motivare l'eventuale mancato rispetto (il cosiddetto approccio «*comply or explain*»)).

In via generale, va tenuto presente che il complesso normativo in esame si applica ai *rating* emessi da agenzie specializzate operanti nel territorio regionale europeo, «comunicati al pubblico o distribuiti previo abbonamento». Dal novero delle fattispecie previste dalla regolazione di cui trattasi sono esclusi, pertanto, i giudizi formulati su commissione privata (e non destinati, dunque, alla divulgazione), i «credit scores», i *rating* prodotti dalle agenzie all'esportazione e talune tipologie di giudizi formulati dalle banche centrali (art. 2).

Il miglioramento della qualità dei processi di *rating* viene perseguito dal legislatore mediante la definizione di specifiche disposizioni volte: *a*) minimizzare (o quanto meno gestire) l'incidenza dei conflitti di interesse; *b*) migliorare il livello di trasparenza delle elaborazioni (stabilendo appositi obblighi di comunicazione in capo agli analisti); *c*) garantire un quadro di vigilanza efficiente (tale cioè da evitare la realizzazione di “arbitraggi regolamentari” tra i diversi Paesi dell'Unione europea)<sup>100</sup>.

### **1.1. Segue: aspetti particolari della normativa.**

Sotto il profilo tecnico, l'attività di supervisione del legislatore europeo si esplica in primo luogo mediante l'identificazione di precise regole concernenti le «metodologie, modelli e ipotesi fondamentali di rating», come si legge nella rubrica dell'art. 8. Non a caso, in tale disposizione del Regolamento si impone alle agenzie uno specifico onere di comunicazione al pubblico delle tecniche utilizzate nella elaborazione dei giudizi; tecniche che, in base al comma 3 di tale articolo, devono

---

In dottrina, cfr. SACCO GINEVRI, *op. cit.*, p. 308, in cui si specifica che con l'emanazione del Reg. (CE) n. 1060/2009 «la rivoluzione copernicana della regolamentazione comunitaria in materia di *rating* può dirsi conclusa: non più l'affidamento del settore nelle mani di codici di autodisciplina (...) bensì una regolamentazione del *rating* e dei suoi operatori dotata di *vis cogens*, modernità, tendenziale completezza e ambito di applicazione a dimensione comunitaria».

<sup>100</sup> Ed invero, la Commissione sulle agenzie di rating del credito, nella Comunicazione diffusa in data 11 marzo 2006 (2006/C 59/02), evidenziava che «le agenzie di rating devono (...) essere più trasparenti per quanto riguarda i metodi utilizzati per giungere a tali rating. È altresì essenziale che le agenzie siano indipendenti e pienamente obiettive nel loro approccio. La posizione delle agenzie di rating non deve essere compromessa dalle relazioni che esse intrattengono con gli emittenti. Anche la questione dell'accesso delle agenzie di rating alle informazioni privilegiate riguardanti gli emittenti pone dei problemi: occorre infatti evitare che tali agenzie utilizzino tali informazioni per altre attività. Infine, il Parlamento europeo ha espresso preoccupazione per il forte grado di concentrazione nel settore delle agenzie di rating e per i suoi possibili effetti anticoncorrenziali».

presentarsi come «rigorose, sistematiche, continuative e soggette a convalida sulla base dell'esperienza storica»<sup>101</sup>.

Gli analisti si impegnano, inoltre, a verificare che «le informazioni (usate) ai fini dell'assegnazione di un rating siano di qualità sufficiente e provengano da fonti affidabili»; donde la configurabilità di un più elevato *standard* di diligenza che trova applicazione nelle fasi di incontro con il cliente (antecedenti alla certificazione del relativo merito creditizio).

Peculiare rilievo deve attribuirsi, altresì, alle previsioni dettate dal legislatore europeo con riguardo ai criteri di gestione dei conflitti di interesse, stante la significativa influenza esercitata da questi ultimi sull'*agere* delle agenzie in parola, vuoi in sede di erogazione di servizi di consulenza accessoria, vuoi nell'ambito del processo di formulazione del *rating*. Come si avrà modo di precisare in seguito, tali profili problematici sono stato al centro di un ampio dibattito dottrinale ed istituzionale<sup>102</sup>, a seguito del quale si è pervenuti ad un rinnovamento della disciplina vigente in *subiecta materia*, realizzato ad opera del Reg. (UE) n. 462/2013 (che ha parzialmente modificato la normativa qui in esame).

Basterà sottolineare fin da ora che anche nell'originario Reg. (CE) n. 1060/2009 la materia dei conflitti di interesse rileva in maniera significativa. Non a caso, l'art. 6 di detto Regolamento impone agli analisti, agli esponenti del *management*, ai dipendenti (nonché a «qualsiasi altra persona fisica i cui servizi sono messi a disposizione o sono sotto il controllo dell'agenzia di rating del credito», ovvero

---

<sup>101</sup> Al comma 6 del medesimo articolo si stabilisce inoltre che in caso di variazione delle metodologie, dei modelli, ovvero delle ipotesi principali utilizzate, l'agenzia di *rating* è obbligata a: comunicare «immediatamente, tramite gli stessi mezzi di comunicazione utilizzati per la distribuzione dei rating interessati, quali rating ne saranno probabilmente influenzati»; rivedere i *rating* di cui trattasi «quanto prima e comunque entro sei mesi dal cambiamento»; rivalutare «tutti i rating basati su tali metodologie, modelli o ipotesi principali di rating se, dopo la revisione, l'effetto combinato complessivo dei cambiamenti influenza tali rating». Deve sottolinearsi, inoltre, che l'art. 12 del nominato Regolamento impone un generale obbligo di trasparenza ai *raters* ai quali questi ultimi sono tenuti a conformarsi mediante la pubblicazione periodica di una «relazione di trasparenza». Sul punto, si precisa che l'agenzia di *rating* «pubblica annualmente una relazione di trasparenza comprendente le informazioni sulle materie di cui all'allegato I, sezione E, parte III (concernenti la struttura giuridica, le politiche di *corporate* aziendale, nonché le tipologie di controlli adottate internamente). L'agenzia di rating del credito pubblico la relazione di trasparenza entro tre mesi dalla data di chiusura di ciascun esercizio finanziario e assicura che resti disponibile sul suo sito Internet per almeno cinque anni».

<sup>102</sup> Cfr. per tutti, CROCKETT – HARRIS – MISHKIN – WHITE, *Conflicts of Interest in the Financial Services Industry: What should We Do About Them?*, London, 2003, in particolare p. 41 ss. Gli A. analizzano le fattispecie di conflitto di interesse che interessano il mercato finanziario, approfondendo le argomentazioni relative alle agenzie di *rating*, alle banche di investimento, alle società di consulenza e, infine, alle banche universali.

risulta a quest' ultima collegata «direttamente o indirettamente ... da un legame di controllo») l' osservanza di specifici requisiti organizzativi ed operativi, finalizzati al ridimensionamento dell'influenza esercitata sulla loro operatività dall'intento di perseguire un qualsivoglia interesse, esistente o potenziale, estraneo al rapporto negoziale con l' emittente<sup>103</sup>.

Sotto altro profilo, deve farsi presente che il Reg. (UE) n. 513/2011, «recante modifica del regolamento (CE) n. 1060/2009 relativo alle agenzie di rating del credito», ha imposto un puntuale regime di registrazione e di vigilanza permanente sulle agenzie di *rating* operanti sul territorio comunitario<sup>104</sup>. L'autorità competente in materia è rappresentata dall'Esma (istituita a seguito dell'emanazione del Reg. (UE) n. 1095/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio), la quale – in base all'art. 15 del citato Reg. (CE) n. 1060/2009, come modificato dal successivo provvedimento del 2011 – esamina le domande di ammissione al procedimento di registrazione, decide sull'eventuale suo accoglimento o rifiuto e provvede ad aggiornare l'elenco delle agenzie abilitate ad operare sul territorio europeo<sup>105</sup>.

La normativa attribuisce, altresì, all'Esma la facoltà di richiedere informazioni e realizzare indagini riguardanti le agenzie di *rating*, rivolgendosi a qualsivoglia persona fisica coinvolta nell'attività di certificazione del merito creditizio, «a entità

---

<sup>103</sup> Cfr. Allegato I («Indipendenza e prevenzione dei conflitti di interesse»), sezione A, dedicata ai requisiti organizzativi, e sezione B, nella quale si specificano, invece, i requisiti di natura operativa.

<sup>104</sup> Nel considerando n. 35 di detto Regolamento si sottolinea che «l'affidamento della vigilanza sulle attività di rating nell'Unione a un'autorità di vigilanza unica che fornisca un unico punto di contatto per le agenzie stesse e garantisca un'applicazione uniforme della normativa concernente le agenzie di rating del credito» rappresenta l'unica strada percorribile per addivenire all'«istituzione di un quadro di vigilanza efficiente ed efficace per le agenzie di rating del credito»; obiettivo quest'ultimo che non sembra pienamente raggiungibile a livello di Stati membri, «a motivo della struttura e dell'impatto paneuropei delle attività di rating del credito sottoposte a vigilanza». In dottrina, cfr. PARMEGGIANI – SACCO GINEVRI, *Quale rating assegnare alle nuove regole sulle agenzie di rating?*, in *Le nuove leggi civ. comm.*, 2012, fasc. 1 pag. 45 ss.; AMTENBRINK – HEINE, *Regulating Credit Rating Agencies in the European Union. Lessons from Behavioural Science*, in *The Dovenschmidt Quarterly*, 2013, n. 1, reperibile su [papers.ssrn.com](http://papers.ssrn.com)

<sup>105</sup> Si elimina in tal modo il riferimento alla supervisione delle competenti autorità nazionali (e al CESR per la domanda di registrazione), precedentemente imposto dal Reg. (CE) n. 1060/2009. Ed invero, nel considerando n. 6 del Reg. (UE) n. 513/2011 si sottolinea che «l'AESFEM dovrebbe essere l'unica responsabile della registrazione e della vigilanza delle agenzie di rating del credito dell'Unione. Laddove deleghi compiti specifici alle autorità competenti, l'AESFEM dovrebbe continuare a esserne giuridicamente responsabile. (...) L'AESFEM dovrebbe avere competenza esclusiva per concludere accordi di cooperazione che prevedano lo scambio di informazioni con le autorità di vigilanza di paesi terzi. Le autorità competenti, nella misura in cui partecipano al processo decisionale in seno all'AESFEM o eseguono compiti a nome dell'AESFEM, dovrebbero essere interessate dai suddetti accordi di cooperazione».

Infine, nell'ambito delle “*Guidelines and Recommendations on the Scope of the CRA Regulation*” emanate il 17 giugno 2013, l'Esma ha specificato che le agenzie prive di sede sul territorio dell'Unione europea devono essere certificate solo se i loro giudizi hanno valore regolamentare nell'ordinamento finanziario.

valutate e a terzi collegati, nonché a terzi cui le agenzie di rating del credito hanno esternalizzato funzioni o attività operative» (art. 23 *ter* e art. 23 *quater*).

Va tenuto presente che il legislatore europeo, al fine di addivenire ad un congruo livello di *accountability* e di trasparenza operativa, ha previsto l'istituzione di un *Central Repository* (CEREP) presso detta Autorità. Funzione primaria di tale centrale informativa è quella di selezionare i dati relativi alle *performance* storiche delle agenzie sottoposte a registrazione e, al contempo, di rendere i risultati delle elaborazioni in questione pubblicamente visionabili mediante supporto telematico<sup>106</sup>.

A ciò si aggiunga, infine, la previsione di specifici poteri ispettivi<sup>107</sup> e sanzionatori<sup>108</sup> in capo alla stessa Autorità, la quale può decidere di revocare (ovvero sospendere temporaneamente) la registrazione di una determinata agenzia, allorché quest'ultima ponga in essere talune violazioni di natura comportamentale,

---

<sup>106</sup> Più in particolare, nella relazione Esma “*Credit Rating Agencies Annual Report 2012*”, p. 20, si specifica che «*CEREP was made publicly available in February 2012 and updated statistics have been released in June 2012 and in October 2012. It has been welcomed by market participants and is perceived as a useful mechanism for retrieving information on CRAs' activity and rating performance. CEREP has recorded more than 400.000 user requests since it went live. Access statistics have been recorded from numerous countries, with the EU, US, Switzerland, Japan and China accounting for the highest concentration of users. CEREP users proved to have an even interest among all rating statistics provided by CEREP, with a slight preference for statistics in the Rating Activity, as compared to the statistics of the Default Rates and Transition Matrices screens. Access requests have been recorded on all CRAs reporting to CEREP. ESMA has responded to CEREP related queries from various market actors, including public institution officials, academics and investment banks representatives*». Consultabile su [www.esma.europa.eu](http://www.esma.europa.eu)

Deve rilevarsi, inoltre, che tale sistema ricognitivo sarà prossimamente affiancato dalla cd. piattaforma europea di rating, la quale, come evidenziato dall'Autorità in questione in occasione dell'emanazione delle “*Guidelines and Recommendations on the Scope of the CRA Regulation*” del 17 giugno 2013, consentirà di incrementare la trasparenza del mercato del *rating* mediante la disponibilità di un più ampio *set* di dati ed informazioni relativo all'attività delle agenzie specializzate.

<sup>107</sup> In base all'art. 23 *quinquies*, le ispezioni in loco costituiscono parte integrante dell'azione di vigilanza svolta dall'Autorità, la quale ha la facoltà di «apporre sigilli su tutti i locali, libri e documentazione aziendale per la durata dell'ispezione e nella misura necessaria al suo espletamento». All'attività di indagine possono collaborare, dietro specifica richiesta da parte dell'AESFEM, i funzionari dell'autorità competente dello Stato membro nel cui territorio deve essere effettuata l'ispezione, o le persone da essa incaricate o autorizzate.

<sup>108</sup> Più specificamente, nel considerando n. 18 il legislatore specifica che «le violazioni dovrebbero essere divise in più categorie cui andrebbero attribuite specifiche sanzioni. Al fine del calcolo della sanzione pecuniaria per una data violazione, l'AESFEM dovrebbe ricorrere a un sistema articolato in due componenti consistente nello stabilire un importo di base da modulare all'occorrenza con determinati coefficienti. L'importo di base dovrebbe essere stabilito tenendo conto del fatturato annuo dell'agenzia di rating del credito interessata, mentre gli adattamenti dovrebbero essere operati aumentando o diminuendo l'importo di base per effetto dell'applicazione dei relativi coefficienti, conformemente al presente regolamento».



strategica ed operativa di particolare gravità (violazioni puntualmente elencate nell'Allegato III al nominato Reg. (UE) n. 513/2011)<sup>109</sup>.

## **2. Segue: Il nuovo Reg. (UE) n. 462/2013.**

L'emanazione del Reg. 462/2013 ha modificato il quadro disciplinare relativo alle agenzie di *rating* operanti sul territorio comunitario, integrando il disposto del Reg. (CE) n. 1060/2009 con specifiche previsioni normative volte a porre rimedio a talune delle problematiche emerse recentemente nell'*agere* di tali soggetti.

Più in particolare, vengono in considerazione i profili di regolazione concernenti la gestione dei conflitti di interesse in capo ai *raters* (derivanti principalmente dall'applicazione del cd. *issuer pays model*), l'informativa in merito ai prodotti di finanza strutturata, nonché le metodologie di elaborazione dei giudizi sul debito sovrano; ciò in vista di una maggiore integrità, trasparenza, responsabilità, correttezza gestionale ed indipendenza dell'attività svolta dalle agenzie. Si è in presenza di criteri ordinatori che, a ben considerare, assumono peculiare rilievo ai fini della salvaguardia del corretto funzionamento del sistema finanziario, nonché della protezione degli investitori e dei consumatori<sup>110</sup>.

Deve evidenziarsi, tuttavia, che il tenore del Regolamento in esame appare di gran lunga inferiore alle aspettative desumibili dalla proposta che lo aveva preceduto<sup>111</sup>. Permangono, infatti, molteplici dubbi circa l'effettiva utilità di talune

---

<sup>109</sup> Ed invero, l'art. 24 del citato Regolamento (UE) n. 513/2011 specifica che, in caso di violazioni da parte di una delle agenzie di *rating* registrate, l'Esma può decidere di: a) revocare la registrazione in sede comunitaria; b) vietare temporaneamente al *rater* di emettere giudizi efficaci sul territorio regionale europeo; c) sospendere temporaneamente il valore regolamentare dei *rating* diffusi; d) imporre all'agenzia in questione di porre fine alla violazione riscontrata; e) emanare comunicazioni pubbliche riguardanti la condotta dell'agenzia sottoposta a supervisione. E' evidente che la scelta tra le opzioni presentate dipende esclusivamente dalla gravità e dalla natura delle violazioni riscontrate. Più in particolare, al secondo comma del medesimo articolo si stabilisce che l'Esma è tenuta a considerare i seguenti criteri: «a) la durata e la frequenza della violazione; b) se tale violazione abbia evidenziato debolezze gravi o sistemiche nelle procedure, nei sistemi di gestione o nei meccanismi di controllo interno dell'impresa; c) se la violazione abbia favorito o generato un reato finanziario o se tale reato sia in qualche misura attribuibile all'avvenuta violazione; d) se la violazione sia stata commessa intenzionalmente o per negligenza»

<sup>110</sup> Ex art. 1 del nominato Regolamento, ove si sottolinea, tra l'altro, la peculiare rilevanza che deve attribuirsi alla definizione di regole concernenti vuoi l'organizzazione interna delle agenzie, vuoi la condotta degli analisti, dei soci e degli azionisti di queste ultime

<sup>111</sup> Si fa particolare riferimento al Parere (CON/2012/24) espresso dalla BCE il 2 aprile 2012, concernente «la proposta di regolamento che modifica il regolamento (CE) n. 1060/2009 relativo alle agenzie di rating del

disposizioni quivi inserite, nella misura in cui sembra tuttora sussistere una discrasia interpretativa che caratterizza l'essenza di fondo dell'intero assetto disciplinare.

Si ha riguardo, in particolare, al fatto che il legislatore da un parte tende ad incentivare gli operatori di mercato all'«*under-reliance*» (mediante la predisposizione di metodologie interne di stima e di doppie valutazioni di *rating*) e dall'altra, sembra attribuire crescente rilevanza al *rating* delle agenzie specializzate (con particolare riguardo ai giudizi utilizzati per fini regolamentari), sottoponendo queste ultime a stringenti oneri organizzativi, comportamentali e di *disclosure* nella valutazione della clientela. Da qui, la configurabilità di una ambivalenza di fondo nelle scelte disciplinari del legislatore, il quale sembra per taluni versi contraddirsi, ora proponendo un'attenuazione (se non addirittura l'eliminazione) del ricorso al *rating*, ora ribadendone l'essenzialità allorché viene riaffermata la necessaria correttezza di tali giudizi.

Il Regolamento in esame pone in risalto l'esigenza di garantire - sotto un profilo strettamente tecnico - un adeguato livello di diligenza operativa e procedurale in capo ai *raters*. In linea con tale orientamento sembra la predisposizione del complesso di norme dedicato alla minimizzazione dei conflitti di interesse; ciò in quanto questi ultimi vengono inquadrati dal legislatore vuoi avendo riguardo agli assetti partecipativi assunti dalle agenzie, vuoi nel riferimento alle condizioni contrattuali che legano queste ultime agli emittenti.

Più in particolare, viene in considerazione il limite del possesso azionario (5%) consentito a qualsivoglia soggetto che intenda assumere una quota partecipativa nel capitale di più agenzie specializzate (limite che ovviamente non si ricorre allorché trattasi di società appartenenti al medesimo gruppo) (art. 6 *bis*)<sup>112</sup>. Tale divieto

---

credito e alla proposta di direttiva che modifica la direttiva 2009/65/CE concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) e la direttiva 2011/61/UE sui gestori di fondi di investimento alternativi per quanto riguarda l'eccessivo affidamento ai rating del credito», ove si analizzano in maniera puntuale gli effetti positivi e negativi riguardanti le possibili alternative regolamentari che si sono prospettate in sede europea in vista della formulazione del nuovo assetto disciplinare riguardante il settore del *rating*.

<sup>112</sup> Nel considerando n. 24 del citato Reg. (UE) n. 462/2013 si legge che «la soglia del 5% è (...) considerata un livello di partecipazione sufficiente per influenzare la struttura di voto di una società. È pertanto appropriato ricorrere alla soglia del 5% nel quadro della limitazione dell'investimento simultaneo in più di un'agenzia di rating del credito. La misura non può essere considerata sproporzionata, dato che tutte le agenzie di rating del credito registrate nell'Unione sono società non quotate e non sono pertanto soggette alle norme di trasparenza e procedurali che si applicano alle società quotate nell'Unione in conformità con la direttiva 2004/109/CE».

viene esteso anche alle ‘partecipazioni’ detenute in società in grado di esercitare il controllo, ovvero un’influenza dominante su un’agenzia di *rating*. E’ evidente come finalità di tale previsione normativa sia quella di scongiurare la possibilità di eventuali ingerenze (anche indirette) da parte di soggetti esterni sulle decisioni del *management* aziendale (e, dunque, sull’attività di certificazione del merito creditizio); più in generale, rileva la creazione di peculiari nessi di dipendenza gestionale ed amministrativa tra più agenzie specializzate operanti sul medesimo mercato finanziario<sup>113</sup>.

Sotto altro profilo, il Regolamento in esame introduce uno specifico obbligo di “rotazione” delle agenzie specializzate incaricate di valutare le operazioni di ricartolarizzazione effettuate dal medesimo soggetto cedente.

Più in particolare, il limite temporale all’uopo previsto dal legislatore è di quattro anni; sicché, si incide sulla durata del legame contrattuale tra l’emittente e il *rater*, al fine di evitare che la permanenza di rapporti d’affari *duraturi* influenzi negativamente l’accuratezza dei giudizi elaborati<sup>114</sup>. Ed invero, rapporti caratterizzati da eccessiva vicinanza (*rectius*: familiarità) tra le parti negoziali possono sfociare in forme di coinvolgimento di interessi (terzi e fuorvianti); donde l’eventualità di situazioni di dubbia imparzialità operativa e decisionale. In questi casi, dunque, si individuano condizioni ambientali nelle quali appare verosimile la formulazione di valutazioni distorte o, come si è in precedenza detto, eccessivamente benevoli (cui si ricollegano i presupposti per pratiche di *over-*

---

Attualmente sono due i casi in cui tale soglia minima viene oltrepassata: si ha riguardo, cioè, al fondo statunitense Capital World Investors (che detiene il 10,2% del capitale di S&P e l’8% del capitale di Moody’s), nonché a Vanguard Group (titolare di una quota pari al 6% del capitale di Moody’s e una del 5,9% in S&P). Per approfondimenti, si veda l’editoriale pubblicato il 17 giugno 2013 su Il Sole 24Ore, dal titolo “L’Europa è più severa con le agenzie di rating”.

<sup>113</sup> Le limitazioni previste dal citato articolo si estendono a ricomprendere anche il divieto (per coloro che detengono almeno il 5% di partecipazione azionaria in un’agenzia) di esercitare più del 5% dei diritti di voto in altre agenzie, di nominare o revocare membri del consiglio di amministrazione (ovvero di sorveglianza) di altre agenzie, di essere membro del consiglio di amministrazione (ovvero di sorveglianza) di altre agenzie, nonché di esercitare il controllo o un’influenza dominante sulle altre agenzie operanti sul territorio comunitario.

<sup>114</sup> Più in particolare, tale obbligo di rotazione si applica con specifico riferimento alla formulazione dei giudizi concernenti le operazioni di ricartolarizzazione effettuate su attività sottostanti provenienti da un medesimo cedente (art. 6 *ter*). Ed invero, nel considerando n. 14 del nominato Regolamento si specifica che «è opportuno introdurre la rotazione nel mercato del rating del credito delle ricartolarizzazioni... (Ciò in quanto, in tale ambito) l’impiego di una nuova agenzia di rating del credito non comporta un rischio elevato di perdita delle informazioni. In altre parole, benché attualmente soltanto un numero limitato di agenzie di rating del credito sia attivo sul mercato dei rating del credito delle ricartolarizzazioni, tale mercato è per natura più aperto alla concorrenza e un meccanismo di rotazione potrebbe costituire un incentivo per una sua maggiore dinamicità».

*rating*, le quali finiscono col danneggiare l'ordinario andamento delle negoziazioni finanziarie).

Deve evidenziarsi, peraltro, che l'imposizione dell'obbligo di rotazione può generare potenziali benefici nell'ambito dell'intero mercato del *rating*; ciò vuoi in termini di maggiore concorrenzialità, vuoi di minimizzazione del cd. fenomeno «*lock-in*» in capo alla clientela, la quale - come viene puntualizzato in sede normativa - solitamente «si astiene dal cambiare l'agenzia di rating del credito per timore che (tale decisione) desti preoccupazioni negli investitori circa il proprio merito di credito» (*considerando* n. 12 del Reg. in esame)<sup>115</sup>.

Da non trascurare, inoltre, che la rotazione, ad intervalli regolari, dei rapporti tra operatori ed agenzie consente, a nostro avviso, anche ai *raters* di piccole dimensioni di intrattenere relazioni contrattuali con diverse categorie di emittenti; al contempo, detta prassi comportamentale può evitare a questi ultimi di subire le implicazioni negative di una eccessiva e costante *fidelizzazione* verso una medesima società specializzata.

Da ultimo, presenta specifica rilevanza l'attenzione riservata dal legislatore europeo alla materia degli *unsolicited rating* sul debito sovrano<sup>116</sup>. Al riguardo, viene in considerazione il disposto dell'art. 8 *bis* del menzionato Regolamento, nel quale si obbligano le agenzie di *rating* alla formulazione *ex ante* di una programma operativo, nell'ambito del quale le medesime sono tenute ad identificare la tempistica esatta dell'emissione dei giudizi<sup>117</sup>.

E' evidente come la regolazione si sia preoccupata di fissare criteri ordinatori volti a prevenire un eventuale uso distorto di tale forma di giudizio. Ed invero, la delicatezza della materia su cui va ad incidere l'operato delle agenzie è tale da

---

<sup>115</sup> Cfr. *considerando* n. 12, Reg. (UE) n. 462/2013, ove si aggiunge che «il problema è già stato rilevato dal regolamento (CE) n. 1060/2009, che impone alle agenzie di rating del credito di adottare un meccanismo di rotazione che prevede cambiamenti gradualmente all'interno dei team di analisti e dei comitati di rating... Il successo di tali regole, tuttavia, dipendeva in ampia misura dall'approccio adottato all'interno delle singole agenzie di rating del credito, ossia dall'effettiva indipendenza e professionalità dei dipendenti dell'agenzia di rating del credito in relazione agli interessi commerciali dell'agenzia di rating del credito».

<sup>116</sup> Cfr. *supra* cap. II, sezione II.

<sup>117</sup> Più specificamente, nel *considerando* n. 42 del citato Regolamento si sottolinea che «le agenzie di rating (sono) tenute a pubblicare tali rating solo dopo la chiusura delle attività delle sedi di negoziazione stabilite nell'Unione e almeno un'ora prima della loro apertura. Per lo stesso motivo, è ...opportuno e proporzionato che alla fine di dicembre le agenzie di rating del credito siano tenute a pubblicare un calendario dei dodici mesi successivi fissando le date di pubblicazione dei rating sovrani e le date corrispondenti delle relative prospettive di rating».

richiedere in via necessitata sia la preventiva indicazione dei soggetti (Stati sovrani) destinatari dei giudizi, sia delle modalità tecniche che contraddistinguono le valutazioni, ivi inclusa la pianificazione di un *timing* che impedisca interventi realizzati al mero di determinare reazioni negative nei mercati.

Ciò posto, l'attribuzione all'Esma dello specifico compito di vigilare sulla condotta dei *raters* ed in particolare, sul corretto adempimento dei cennati oneri procedurali lascia presumere che detta Autorità presieda allo svolgimento di tali significative forme di giudizio. In altri termini, una corretta interpretazione delle funzioni che fanno capo all'Esma dovrebbe garantire - ad integrazione delle verifiche sull'attività posta in essere successivamente alla comunicazione del calendario - un continuo monitoraggio sull'*agere* delle società e, quindi, anche la possibilità di intervenire *ex post* nei confronti di queste ultime, qualora venga riscontrata l'inosservanza delle prescrizioni normative dianzi richiamate.

### **2.1. Segue: i criteri disciplinari in tema di *over-reliance* e di responsabilità extracontrattuale delle agenzie di *rating*.**

Il rinnovato assetto normativo riflette l'obiettivo del legislatore di procedere ad una riduzione del fenomeno cd. «*over-reliance*», il quale negli ultimi tempi ha di frequente caratterizzato l'utilizzo dei *rating* nell'ambito delle negoziazioni sui mercati. In altri termini, la regolazione mira a limitare la possibilità che gli appartenenti al settore facciano riferimento «esclusivo o meccanico» ai giudizi in parola per trarne elementi positivi ai fini dello svolgimento della propria attività.

Se ne deduce che la normativa tende ad incentivare l'adozione di sistemi di valutazione del merito creditizio alternativi alle elaborazioni effettuate dalle agenzie, sì da spezzare il «monopolio» dell' informativa che queste sono riuscite a realizzare, anche attraverso modalità non sempre rispondenti a logiche di correttezza e trasparenza operativa. Ciò, in linea con gli orientamenti più volte espressi da noti *global regulatory network*, i quali hanno dato puntuali indicazioni in ordine all'esigenza di minimizzare i rischi che incidono sulla stabilità finanziaria

e sulla tutela della fiducia degli investitori, all'uopo sollecitando la salvaguardia della qualità del *rating*<sup>118</sup>.

In argomento, va richiamato il disposto dell'art. 5 *bis* del nominato Reg. (UE) n. 462/2013, nel quale si incentivano le istituzioni finanziarie ad adottare sistemi interni di misurazione del rischio di credito, il cui livello di adeguatezza tecnica e procedurale deve essere rigorosamente certificato dalle autorità settoriali competenti (comma 2).

Va da sé che la previsione di un controllo preventivo, da parte degli organismi di vigilanza, in ordine alla correttezza delle metodologie interne utilizzate dai singoli intermediari appare indicativa della possibilità di ridurre, a livello autoritativo, la *discrezionalità* di questi ultimi (specie per quanto riguarda la predisposizione delle procedure di misurazione del rischio di credito). In altri termini, il legislatore - in vista dell'obiettivo di un ordinato svolgimento della concorrenza nel mercato - ha avuto di mira la finalità di limitare l'emersione di potenziali disallineamenti operativi derivanti dall'introduzione di criteri di calcolo non uniformi da parte degli intermediari.

Ed invero, basti pensare che la riferibilità a processi interni di stima implica (in via potenziale) la possibilità in capo all'ente creditizio di decidere liberamente i livelli di leva finanziaria, nonché il rapporto tra depositi e prestiti detenibili in bilancio (atteso che la valutazione del merito creditizio delle controparti contrattuali avviene in base a criteri di analisi stabiliti autonomamente).

Da qui, il rischio che un *agere* così delineato induca gli intermediari a perseguire strategie altamente procicliche, destinate cioè ad amplificare gli effetti delle

---

<sup>118</sup> Si fa riferimento ai cd. principi del *Financial Stability Board* (nominati anche nel *considerando* n. 3 del citato Reg. (UE) n. 462/2013) formulati nell'ottobre 2010, che mirano a ridurre l'affidamento delle autorità e degli enti finanziari mostrato nei confronti dei giudizi diffusi dalle società specializzate. Più in particolare, in tale sede si rileva che «*reducing reliance in this way will reduce the financial stability-threatening cliff effects that currently arise from CRA rating thresholds being hardwired into laws, regulations and market practices. The principles aim to catalyze a significant change in existing practices, to end mechanistic reliance by market participants and establish stronger internal credit risk assessment practices instead*». Da qui, il riferimento all'introduzione di due principi (quali: a) *Reducing reliance on CRA ratings in standards, laws and regulations*; b) *Reducing market reliance on CRA ratings*), applicabili nei diversi settori dell'ordinamento finanziario. In dottrina, cfr. CAPRIGLIONE, *Misure anticrisi tra regole di mercato e sviluppo sostenibile*, Torino, 2010, p. 43 ss.

congiunture (positive e negative) che tipicamente si alternano nell'evoluzione del sistema economico-finanziario<sup>119</sup>.

Più in generale, il complesso normativo in esame sembra tendere alla configurazione di un diverso approccio al mercato delle agenzie di *rating*. In particolare, si ha riguardo all'ipotesi di una maggiore libertà d'azione in capo agli emittenti (i quali, ex artt. 8 *quater* e 8 *quinquies*, possono decidere di adottare anche valutazioni *multiple*, realizzate cioè simultaneamente da più agenzie specializzate) e di un più elevato livello di trasparenza operativa nei confronti degli investitori. Appare rilevante, infatti, la circostanza che questi ultimi, in base al disposto recato dall'art. 11 *bis*, possono affidarsi alla consultazione di una «piattaforma europea di rating», periodicamente aggiornata dall'Esma a seguito delle comunicazioni ricevute dalle agenzie registrate in ambito comunitario).

Il regolamento in parola attribuisce, infine, peculiare significato all'introduzione di uno specifico regime di responsabilità extracontrattuale nei confronti degli investitori danneggiati da *rating* inesatti.

Nello specifico, l'art. 35-*bis* introduce una tutela risarcitoria a favore di tali soggetti, la cui applicabilità è limitata ai casi in cui l'agenzia incorra in talune violazioni (di natura organizzativa ed operativa) previste dall'Allegato III del regolamento in parola. Trattasi di violazioni alle quali deve necessariamente accompagnarsi un comportamento (dell'agenzia) caratterizzato da *dolo* ovvero da *negligenza grave*<sup>120</sup>, condotta che l'investitore sarà tenuto - poi - a dimostrare in sede giudiziale.

E' evidente l'intento del legislatore europeo di omogeneizzare in sede comunitaria i criteri di risoluzione del problema che ci occupa; ciò, evitando la possibilità di un ricorso da parte dei singoli ordinamenti europei ai principi di responsabilità civile, propri dei diversi sistemi nazionali. Sicché, l'adozione di un regime di dolo o colpa grave in sede UE sembra destinato a vincolare il riconoscimento di una tutela risarcitoria alla sussistenza di comportamenti

---

<sup>119</sup> Si pensi a titolo esemplificativo alla situazione in cui, in periodi di forte espansione economica, l'intermediario sia indotto ad eccedere in valutazioni benevole del merito creditizio dei debitori presenti sul mercato, ricadendo in politiche di dubbia correttezza strategica ed operativa. Per converso, in caso di crisi, il soggetto bancario potrebbe essere influenzato da un eccesso di prudenza, cui si potrebbe ricollegare una rivisitazione al ribasso dei modelli di stima del rischio creditizio, aggravando così le turbolenze del sistema economico e finanziario.

<sup>120</sup> Cfr. ALPA, *La responsabilità civile. Parte generale*, Torino, 2010.

negligenti e scorretti di peculiare intensità, ai quali la normativa collega la valutazione del comportamento tenuto dall'agenzia (determinandosi alla formulazione di giudizi distorti e fuorvianti)<sup>121</sup>.

Peraltro, va osservato come la normativa sopra menzionata possa dar luogo ad implicazioni negative sotto il profilo della salvaguardia dell'equilibrio dei mercati finanziari. A ben considerare, infatti, la delimitazione della responsabilità delle agenzie alla sola colpa grave può divenire presupposto di una libertà d'azione di tali soggetti, la quale, a sua volta, potrà risolversi in un aggravio della discrezionalità che, per solito, caratterizza le valutazioni di cui trattasi.

Ne consegue che la *ratio* a fondamento dell'art. 35-*bis* sopra richiamato sembra far riferimento ad una volontà del regolatore europeo di sottoporre le agenzie ad una forma di vigilanza prudenziale; risulta ridimensionato, per tal via, l'intento normativo volto a privilegiare il soddisfacimento dell'esigenza di una *effettiva* tutela extracontrattuale degli investitori. Le fattispecie di responsabilità sono state, dunque, tipizzate in vista di una più stringente attenzione verso gli assetti tecnico-organizzativi, operativi e strutturali dei *raters* (assetti che si pongono a fondamento di una corretta e trasparente modalità operativa nell'elaborazione dei giudizi).

---

<sup>121</sup> Cfr. DI DONNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating. Mercato finanziario, allocazione dei rischi e tutela dell'investitore*, Padova, 2012, p. 438, ove si considera l'imposizione della colpa grave come un «errore giuridico», nella misura in cui la violazione dei doveri prescritti dal Regolamento dovrebbe di per sé dar luogo ad una responsabilità, «a prescindere dalla prova della negligenza grave o del dolo della condotta inadempiente».



## Capitolo III

### PROBLEMATICHE ATTUALI DELL'ATTIVITA' DI RATING.

#### Sezione I

##### *I conflitti di interesse*

#### **1. Le diverse tipologie di conflitto di interessi: l'applicazione dell'«*issuer-pays model*».**

Il perseguimento (da parte delle agenzie) di obiettivi diversi da quello di un'adeguata certificazione del rischio di credito finisce col riflettersi sulla qualità dei giudizi; quest'ultima – sotto un profilo strettamente economico – può essere interpretata come strumento di misurazione del grado di efficienza dell'attività svolta dai *raters*.

È evidente, peraltro, che l'influenza esercitata sul processo di *rating* da eventuali interessi confliggenti (rispetto a quello primario perseguito dall'agenzia) può dar luogo a distorsioni procedurali ed operative di differente entità. A queste ultime va poi correlata la possibilità di effetti negativi sulla formulazione dei giudizi e, dunque, in via indiretta, sull'andamento delle negoziazioni dei titoli finanziari; effetti cui il legislatore cerca di porre rimedio mediante interventi disciplinari di diversa entità, finalizzati vuoi alla gestione delle situazioni di conflitto, vuoi all'introduzione di obblighi di *disclosure* e di astensione in capo agli analisti che nella loro attività rilevano detti interessi terzi e fuorvianti<sup>122</sup>.

La problematica del conflitto di interessi può essere affrontata in relazione a molteplici profili d'indagine. La commistione di scopi (e/o esigenze) convergenti nello svolgimento dei servizi di *rating* può assumere, infatti, conformazioni

---

<sup>122</sup> Non a caso, come si è analizzato nel corso della trattazione, la gestione del conflitto di interesse assume un ruolo cruciale nel complesso normativo atto a disciplinare l'attività di *rating*. Per approfondimenti, cfr. *supra* cap. III, sez. II. Sotto il profilo normativo, si veda in particolare l'Allegato I al Reg. (CE) n. 1060/2009, il quale impone l'osservanza da parte delle agenzie specializzate di specifici requisiti organizzativi ed operativi in tema di indipendenza e prevenzione dei conflitti di interesse.

variabili che si distinguono in virtù delle fattispecie analizzate e della varietà di agenti coinvolti, nonché in relazione al momento temporale in cui le indagini vengono poste in essere<sup>123</sup>.

È necessario, pertanto, evidenziare tre livelli di indagine cui orientare l'analisi al fine di identificare le situazioni di conflitto di interessi riscontrabili *in subiecta materia*.

In primo luogo, deve aversi riguardo alle fattispecie operative derivanti dall'applicazione del cd. «*issuer-pays model*», schema nel quale rileva la circostanza che l'elaborazione del *rating* costituisce il risultato dell'incontro negoziale tra la richiesta di certificazione (avanzata da uno specifico emittente) e l'offerta di valutazioni (formulata da dell'agenzia specializzata). Ed invero, si versa in presenza di un modello caratterizzato da rischi connessi al perseguimento da parte del *rater* di interessi diversi (rispetto a quelli sottesi alla realizzazione di elaborazioni corrette e – il più possibile – oggettive); sicchè, detta rischiosità si configura alla stregua di elemento *intrinseco* alla natura della relazione intercorrente tra l'agenzia e il cliente sottoposto ad analisi<sup>124</sup>.

La riferibilità ad un legame contrattuale nel quale il sinallagma si incentra sulla corrispettività delle prestazioni (dove la predisposizione di una specifica remunerazione a fronte del servizio svolto dal *rater*) finisce con l'interagire sulla libertà d'azione degli analisti che partecipano all'elaborazione del giudizio. Ne consegue che questi ultimi, qualora perseguano obiettivi di carattere strategico-aziendale (e, più specificamente, abbiano di mira l'intento di conseguire più elevati compensi monetari), potrebbero essere indotti ad assecondare, di volta in volta, le esigenze della controparte negoziale (*i.e.*: l'emittente); ciò a discapito della salvaguardia di un adeguato livello della qualità del *rating*. In una situazione

---

<sup>123</sup> Ed invero, si rileva che «*conflicts of interest can arise from the fact that there are multiple users of ratings; and, at least in the short term, their interests can diverge. Investors and regulators are interested in a well-researched, impartial assessment of credit quality; the issuers in a favourable rating. Because issuers pay to have their securities rated, there is a fear that credit agencies may bias their ratings upwards in order to get more business*»; cfr. CROCKETT – HARRIS – MISHKIN – WHITE, *Conflicts of Interest in the Financial Services Industry: What should We Do About Them?*, cit., p. 10.

<sup>124</sup> Cfr. GRANATA, *Rating e conflitti di interesse: alla ricerca di soluzioni*, in *Analisi Giuridica dell'economia*, 2012, n.2, , p. 378, ove si sottolinea che «il rischio è che l'agenzia sia indotta a concedere un *rating* più elevato di quello corretto per evitare che l'emittente faccia ricorso ad altre agenzie (*rating shopping*). Inoltre, la possibilità per l'emittente di chiedere il *rating* a più di un'agenzia alla ricerca di quello più elevato può implicare che il mercato conosca solo il *rating* più ottimistico».

siffatta, l'elaborazione dei giudizi finirebbe inevitabilmente col risultare alterata (in quanto protesa prevalentemente al sostegno delle esigenze patrimoniali e finanziarie della clientela).

Va fatto presente, inoltre, che l'agenzia potrebbe procedere alla diffusione di giudizi condizionati dalla volontà di favorire interessi estranei allo specifico rapporto contrattuale; interessi che, talora, potrebbero risultare contrastanti con quelli attribuibili all'operatore che ha richiesto il giudizio.

In particolare, viene in considerazione l'ipotesi in cui il *rater* persegua l'*ulteriore* fine di favorire un soggetto terzo (anch'egli eventualmente titolare di un legame negoziale con l'agenzia) in vista del conseguimento di *altri* benefici economicamente rilevanti (vuoi in termini strategici, vuoi in termini operativi)<sup>125</sup>; e ciò, a danno non solo del mercato finanziario, ma anche del soggetto che ha richiesto il *rating*<sup>126</sup>. E' evidente come, in tale ipotesi, si versa in presenza di un comportamento opportunistico (*rectius*: degenerativo rispetto a quello istituzionalmente proprio delle società specializzate) che va al di là dei confini della problematica dianzi richiamata (relativa all'ingerenza di interessi molteplici nell'attività delle agenzie).

Si configurano, in tal caso, situazioni nelle quali sono violati i più elementari doveri di correttezza e diligenza professionale degli analisti, i quali (incuranti dei conflitti di interesse in atto) orientano la propria condotta in modalità lontane dai canoni dell'etica comportamentale che deve guidare l'*agere* finanziario<sup>127</sup>.

Sotto il profilo disciplinare, il legislatore europeo sembra prendere atto delle ripercussioni negative (in termini di affidabilità e di trasparenza delle valutazioni effettuate dalle agenzie) che possono derivare dal verificarsi di eventuali conflitti.

---

<sup>125</sup> Sul punto, deve evidenziarsi che l'Allegato I, sez. B, al Reg. (CE) n. 1060/2009 impone alle agenzie di *rating* uno specifico obbligo di *disclosure* in merito all'esistenza di rapporti economici rilevanti con clienti di grandi dimensioni (dai quali, cioè, proviene oltre il 5% del suo fatturato annuale). Ciò, diversamente da quanto previsto nella disciplina statunitense del *Dodd-Frank Act*, nell'ambito della quale si è stabilito uno specifico obbligo di astensione dall'emissione del giudizio.

Si veda, inoltre, HAU – LANGFIELD - MARQUES-IBANEZ, *Bank ratings: what determines their quality?*, 2012, reperibile su *papers.ssrn.com*, ove si sottolinea, mediante apposite supporti empirici, come le agenzie siano incentivate ad offrire *rating* più elevati agli intermediari bancari di maggiori dimensioni che, con maggior probabilità, si affideranno anche in futuro al loro servizio di certificazione del merito creditizio.

<sup>126</sup> La situazione limite si configura allorché l'agenzia decida di favorire un cliente (perché in grado di offrire remunerazioni più elevate e/o un rapporto più duraturo), pur rischiando di danneggiare la posizione di un altro cliente.

<sup>127</sup> Cfr. PELLEGRINI, *Etica e regole di condotta degli intermediari finanziari*, intervento tenuto nell'ambito del Convegno "Banche ed etica", Monopoli, 17 maggio 2013.

Si è proceduto, pertanto, all'identificazione vuoi di obblighi generali di gestione e di *disclosure* delle possibili situazioni a rischio, vuoi di specifiche funzioni di *compliance*, collocate all'interno di ciascuna società di *rating* operante sul territorio UE. In particolare, dette funzioni – istituite in modalità «permanente, efficace e indipendente» - mirano al controllo della conformità dell'*agere* dei *raters* alle disposizioni del complesso normativo recato dal Reg. (CE) n. 1060/2009; all'uopo si rinviene un puntuale riferimento all'adeguatezza delle misure adottate, valutandosene l'efficacia sotto il profilo organizzativo ed operativo (si veda sul punto l'Allegato I, sez. A, n. 5, b), del Reg. (CE) n. 1060/2009).

Se ne deduce che le peculiarità strutturali dell'attività di *rating* hanno indotto il legislatore ad optare per logiche di stringente controllo quali-quantitativo dei procedimenti sottesi all'elaborazione dei giudizi. Va segnalato, peraltro, che tali logiche sembrano riproporre taluni canoni ordinatori propri del settore bancario; ciò, in relazione alla specifica funzione di tutela degli interessi variegati che, per solito, contraddistinguono vuoi l'attività di particolari categorie di agenti economici (ad esempio: i risparmiatori), vuoi più in generale l'equilibrio e la stabilità del mercato finanziario nel suo complesso<sup>128</sup>.

A ciò si aggiunga, inoltre, la predisposizione di apposite “procedure operative standard” (POS) che le agenzie specializzate sono tenute ad adottare ed a rivedere periodicamente, ai sensi del disposto dell'art. 6, comma 4, del richiamato regolamento n. 1060/2009<sup>129</sup>. L'introduzione dei presidi tecnici in parola mira ad uniformare l'operatività dei *raters* sulla base di procedimenti prestabiliti *ex ante*. Si tende, in tal modo, a facilitare le funzioni di supervisione ascrivibili all'autorità europea di settore (*i.e.*: l'Esma); ciò, con particolare riferimento al governo societario, all'organizzazione ed alla gestione dei conflitti di interesse.

---

<sup>128</sup> Con particolare riferimento alla funzione di *compliance*, adottata in ambito bancario e finanziario al fine di garantire una rigorosa uniformità operativa tra gli intermediari presenti sul mercato. In proposito, si veda l'aggiornamento del 2 luglio 2013 alla Circolare della Banca d'Italia n. 263 del 27 dicembre 2006, in materia di vigilanza prudenziale per le banche, che ha modificato l'assetto organizzativo dei controlli interni, con specifico riferimento alle funzioni aziendali di *internal audit*, *compliance* e *risk management*. In dottrina, cfr. DOLMETTA, *Funzione di compliance e vigilanza bancaria*, in *Banca borsa e tit.cred.*, 2012, fasc. 2 pag. 125 ss.; BOCCUZZI, *La funzione di compliance: il presidio dei rischi aziendali e l'evoluzione della normativa Basilea 2 e Mifid*, in *Bancaria*, 2008, fasc. 2, pp. 33 ss.

<sup>129</sup> Così come modificato dall'art. 1, n. 7), lett. c), del Reg. (UE) n. 462/2013.

In linea con tali orientamenti appare, infine, la scelta del legislatore europeo di introdurre la possibilità in capo all'emittente (ovvero ad un terzo collegato) di richiedere l'elaborazione di un doppio *rating* su un medesimo strumento finanziario strutturato. Nello specifico, tale richiesta deve essere indirizzata ad almeno due diverse agenzie specializzate, indipendenti l'una dall'altra, sì da consentire al cliente di usufruire di valutazioni maggiormente affidabili e veritiere (art. 8 *quater*)<sup>130</sup>.

A ben considerare, l'intento di tale disposizione sembra quello di incentivare i *raters* all'emissione di giudizi corretti (*i.e.* in linea con il reale merito creditizio dei soggetti sottoposti ad indagine); al contempo si promuove la configurazione di logiche concorrenziali in grado di recare benefici, in termini di efficienza operativa, all'intera compagine degli operatori di mercato.

Alcuni dubbi permangono, tuttavia, in ordine all'effettiva utilità attribuibile al nominato meccanismo di duplice valutazione<sup>131</sup>; al riguardo rileva l'interrogativo concernente non solo l'interazione di tale pratica operativa con il fenomeno del *rating shopping* (che trova adeguata soluzione in presenza di un'ampia compagine di *competitors*), ma anche la qualità stessa delle informazioni trasmesse al mercato; donde l'ovvia considerazione che quest'ultimo rischia di interpretare in maniera distorta le eventuali discrepanze riscontrabili nelle doppie elaborazioni in tal modo definitive.

---

<sup>130</sup> Ed invero, il comma 2 del nominato articolo reca specifiche previsioni in merito all'indipendenza delle agenzie cui viene richiesta l'elaborazione del doppio *rating*. Più in particolare, esse non devono: *a*) appartenere allo stesso gruppo; *b*) detenere quote azionarie nel capitale di altre agenzie; *c*) esercitare (o potere di esercitare) diritti di voto in altre agenzie; *d*) nominare o revocare membri del consiglio di amministrazione o sorveglianza di altre agenzie specializzate; *e*) presentare incroci con altre agenzie nei ruoli di amministrazione e di gestione aziendale; *f*) esercitare un controllo, ovvero un'influenza dominante su un'altra agenzie di *rating* presente sul mercato.

<sup>131</sup> Ciò, nel presupposto che «l'impiego diffuso dei rating di un'agenzia più che un riconoscimento del mercato sull'affidabilità delle agenzie costituisce un potenziale rischio per la stabilità del sistema finanziario»; cfr. BASSO, *Le agenzie di rating tra buona reputazione e regolamentazione*, intervento tenuto nell'ambito del Convegno "Le agenzie di rating", Salerno, 8-9 novembre 2012.

## 2. *Segue: l'offerta di servizi 'ancillari'.*

La realtà così delineata risulta ancor più complessa se si considera che le agenzie specializzate operano, per solito, offrendo alla propria clientela servizi *ancillari* all'elaborazione del *rating*, mediante i quali si incrementano i supporti tecnici a disposizione degli emittenti che intendono pianificare nuove strategie economiche e finanziarie.

Ci si riferisce, soprattutto, alla predisposizione di indagini valutative concernenti previsioni di mercato, identificazione delle tendenze economiche, nonché analisi dei prezzi dei prodotti finanziari di riferimento, come viene evidenziato dallo stesso regolatore nell'Allegato I, sez. B, del Reg. n. 1060/2009. Esse si caratterizzano in relazione alla particolarità della loro cadenza temporale - essendo antecedenti o simultanee all'attuazione dell'attività primaria delle agenzie (*i.e.* la certificazione del merito creditizio)<sup>132</sup> - la quale, nel dare contenuto alla definizione alle medesime ascritta, sul piano delle concretezze, consente la configurabilità di conflitti di interesse ulteriori rispetto a quelli in precedenza esaminati.

Ne consegue che detto *iter* procedimentale conduce ad un potenziale inasprimento dell'eventuale conflitto di interessi che, talora, inficia la condotta dei *raters*. Si individuano ovvie conseguenze negative sulla qualità dei giudizi espressi, i quali presumibilmente tenderanno a conformarsi con le esigenze specifiche del cliente; è appena il caso di ricordare che quest'ultimo è per solito incline al conseguimento di valutazioni di *over-rating*, fondate su certificazioni benevoli riguardanti il proprio grado di affidabilità creditizia.

---

<sup>132</sup> Ed invero, il *considerando* n. 6 del Reg. (CE) n. 1060/2009 evidenzia che «le agenzie di rating del credito dovrebbero poter svolgere a titolo professionale anche attività accessorie»; ciò, senza «compromettere l'indipendenza o l'integrità dell'attività di emissione di rating del credito» posta in essere dalle agenzie stesse. Al contempo, il legislatore vieta all'agenzia specializzata di porre in essere servizi di consulenza, con particolare riguardo alla formulazione di «proposte o raccomandazioni» relative alla «concezione di uno strumento finanziario strutturato» (*considerando* n. 22). In generale, tale divieto è esteso a qualsivoglia servizio di consulenza relativo alla struttura societaria o giuridica, alla composizione dell'attivo e del passivo, ovvero alla natura delle attività detenute dal cliente o da un terzo collegato (Allegato I, sezione B, n. 4, al Reg. (CE) n. 1060/2009).

In dottrina, cfr. SACCO GINEVRI, *op. cit.*, p. 327, in cui si sottolinea come non sia «certamente opportuno che un'agenzia di *rating* presti con continuità servizi di consulenza all'emittente valutato, o a terzi ad esso collegati, soprattutto ove la consulenza abbia ad oggetto la struttura organizzativa, patrimoniale, economica o industriale dell'emittente o, *a fortiori*, ove si riferisca ad operazioni di finanza strutturata *in itinere*».

Siamo in presenza, pertanto, di un ulteriore aggravio della problematica qui in esame; ed invero, la condotta delle agenzie, che si propongono obiettivi di redditività crescente, potrebbe essere deviata in vista di maggiori remunerazioni future derivanti dall'offerta combinata di *rating* e di attività *ancillari*<sup>133</sup>. Tale considerazione appare ancor più verosimile nell'eventualità in cui i servizi in parola siano supportati da accordi di collaborazione professionale di medio-lungo periodo<sup>134</sup>. Ciò in quanto l'intento di fidelizzare la clientela potrebbe assumere rilievo primario, fino al punto di indurre il *rater* a trascurare la doverosa formulazione di giudizi accurati e di qualità elevata.

Trova così spiegazione la configurabilità (in capo agli analisti) di forme operative (realizzate con continuità e ripetutamente) volte a sovrastimare lo *standing* creditizio degli emittenti con elevato *appeal*; la cui entità finisce con l'essere misurata in relazione sia alla possibilità di consentire alle agenzie di porre in essere interventi strategicamente rilevanti, sia al livello di redditività che

Va da sé che l'*impasse* che si riscontra in tali fattispecie appare superabile qualora l'agenzia sia indotta ad elaborare *rating* corretti e veritieri avendo riguardo a possibili, futuri vantaggi economici connessi alla formulazione dei giudizi. Ci si riferisce, in particolare, ai casi in cui l'adozione di logiche di correttezza procedurale ed operativa risulti maggiormente conveniente rispetto all'utilizzo di misure volte ad alterare discrezionalmente le variabili oggetto di esame. È evidente che una considerazione di tal genere assume specifico significato tenendo conto delle peculiarità che caratterizzano le diverse tipologie di *rating* e le variegate categorie di operatori destinatari dei giudizi; di tal che, non è possibile individuare,

---

<sup>133</sup> Va fatto presente, sul punto, che il legislatore europeo ha cercato di porre rimedio a tale effetto distorsivo. Più in particolare, nel *considerando* n. 38 al Reg. (UE) n. 462/2013, si legge che «al fine di ridurre ulteriormente i conflitti di interesse e sostenere la concorrenza leale nel mercato del rating del credito, è importante garantire che le provvigioni addebitate dalle agenzie di rating del credito ai clienti non siano discriminatorie. (...) Inoltre, è opportuno che le provvigioni applicate per i servizi di rating del credito a un determinato emittente non dipendano dagli esiti o risultati dell'operato dell'agenzia o dalla prestazione di servizi correlati (ausiliari)».

<sup>134</sup> Ed invero, nel *considerando* n. 12 al Reg. (UE) n. 462/2013 il legislatore sottolinea che «a loro volta, anche gli emittenti sono incentivati a privilegiare rapporti duraturi, come ad esempio a causa del cosiddetto effetto "lock-in", in ragione del quale l'emittente si astiene dal cambiare l'agenzia di rating del credito per timore che ciò desti preoccupazioni negli investitori circa il proprio merito di credito».

in linea di principio, canoni univoci idonei ad identificare linee di condotta ottimali riferibili in maniera uniforme a tutte le agenzie<sup>135</sup>.

Ciò posto, necessita soffermarsi sul peculiare caso in cui l'attività *ancillare* svolta dall'agenzia risulta strumentale ad uno scambio di dati ed informazioni con l'emittente, scambio finalizzato ad una migliore rappresentazione della realtà economica, patrimoniale e finanziaria di quest'ultimo<sup>136</sup>.

E' evidente come tale flusso di notizie debba essere realizzato in modalità idonee a creare benefici sostanziali in capo ad entrambe le parti contrattuali. L'*issuer*, in particolare, potrà trarre vantaggio da tale stato di cose, nella misura in cui il mercato finanziario sarà messo in grado di valutare nei giusti termini l'attrattività e la redditività dei titoli oggetto di negoziazione<sup>137</sup>. Da qui la chiara conclusione secondo cui la prestazione dei servizi in parola unitamente all'esercizio dell'attività di *rating* trova giustificazione solo in presenza di un reciproco intento (dei componenti del rapporto negoziale) di porre in essere giudizi particolarmente affidabili.

---

<sup>135</sup> Deve aversi riguardo, infatti, anche al caso in cui il potenziale conflitto di interesse riguardi la posizione dei singoli analisti/dipendenti delle società di *rating*. Sul punto, si rileva che «ad esempio laddove i dipendenti di una agenzia di *rating* possiedano titoli o strumenti di mercato di emittenti o debitori valutati dall'agenzia stessa; occupino posizioni di rilievo presso il soggetto valutato; intrattengano rapporti commerciali o di altra natura con l'entità valutata al di là di quelli derivanti dal normale svolgimento dell'attività connessa alla valutazione; abbiano il loro compenso parzialmente o integralmente determinato in funzione delle commissioni pagate per i *rating* dall'entità valutata»; cfr. GRANATA, *op. cit.*, p. 379.

Sotto il profilo normativo, si rileva che il legislatore sembra tener conto di tale problematica, nella misura in cui, all'art. 7 (comma 4) del Reg. (CE) n. 1060/2009, si stabilisce un preciso obbligo di rotazione che consenta un congruo avvicendamento nei *team* di analisti e nei comitati di *rating*. Ciò, nell'obiettivo di «prevenire, individuare, eliminare o gestire e rendere noto qualsiasi conflitto di interesse e garantire in modo continuativo la qualità, l'integrità e l'accuratezza del processo di *rating* del credito e revisione» (*considerando* n. 26).

<sup>136</sup> Alla luce di quanto indicato nel testo, trovano conferma talune considerazioni di SACCO GINEVRI, *op. cit.*, p. 327 ss., secondo cui «sarebbe opportuno permettere alle agenzie di *rating* la prestazione di servizi ausiliari (nei casi in cui non operino espressamente i divieti sanciti dal regolamento) tutte le volte che ciò non crei potenziali conflitti di interesse con l'emissione e la revisione dei *rating* (...) Ciò che il regolatore vorrebbe evitare è la prassi, piuttosto ricorrente, per cui le società di *rating* si fanno pagare, dal medesimo cliente, un primo corrispettivo a fronte dell'illustrazione e della spiegazione delle proprie metodologie valutative».

<sup>137</sup> Cfr. MONTI, *Manuale di finanza per l'impresa*, cit., p. 259, in cui si pone in risalto la funzione del *rating* nell'ambito dell'attività di collocamento dei titoli sui mercati finanziari. Più in particolare, l'A. rileva che il *rating* consente di «estendere il collocamento su mercati altrimenti difficilmente raggiungibili»; donde peculiari benefici anche con riferimento alla «futura *marketability* delle obbligazioni emesse..(ed alla) loro liquidità sul mercato secondario».



### 3. *Segue: gli assetti proprietari delle società di rating.*

Come si è già evidenziato nel corso della presente indagine, la composizione della struttura proprietaria e della *governance* delle agenzie di *rating* sottendono, talora, situazioni di conflitto di interessi, le quali ovviamente finiscono con espletare un'incidenza negativa sulla qualità delle valutazioni effettuate dagli analisti.

Ci si riferisce a realtà nelle quali la presenza di esigenze e/o interessi variegati influisce sulle modalità comportamentali delle agenzie, le quali sono indotte ad attenuare il rigore dei giudizi che coinvolgono soggetti partecipanti al loro capitale ovvero titolari di cariche gestionali e manageriali all'interno delle medesime.

L'inquadramento di tali fattispecie nel più ampio contesto delle problematiche connesse all'attività di *rating* consente di analizzare (*rectius*: valutare) l'influenza che determinati assetti strutturali ed organizzativi (riscontrabili di frequente nelle società specializzate in tale segmento operativo) esercitano sui processi di elaborazione dei giudizi.

Deve aversi riguardo, in primo luogo, ai potenziali conflitti rivenienti dalla presenza di soggetti che, in linea con l'ipotesi fattuale sopra richiamata, detengono partecipazioni al capitale di due (o più) società specializzate; di tal che, tali soggetti sono in condizioni di intervenire nelle decisioni strategiche ed operative assunte in entrambe le società<sup>138</sup>. È evidente come in situazioni di tal genere diviene possibile l'adozione di interventi nei quali viene minata la correttezza dell'*agere* di queste ultime; da qui, la prospettiva di politiche gestionali distorte e, talora, l'orientamento verso obiettivi differenti da quelli perseguibili sulla base di un uso appropriato delle funzioni di loro competenza.

Non a caso, il Reg. (UE) n. 462/2013 impone un limite massimo (pari al 5%)<sup>139</sup> alla detenzione di quote azionarie riveniente da simultanei investimenti nel capitale

---

<sup>138</sup> In proposito, si veda l'*Impact Assessment* condotto nel 2011 dalla Commissione Europea in occasione della proposta di modifica del Reg. (CE) n. 1060/2009, p. 112 ss., ove si analizzano le molteplici partecipazioni incrociate che taluni operatori istituzionali detengono nel capitale delle *big three* ed, in particolare, in S&P e Moody's.

<sup>139</sup> Nel *considerando* n. 24 del Reg. (UE) n. 462/2013 si specifica che «la soglia del 5% è pertanto considerata un livello di partecipazione sufficiente per influenzare la struttura di voto di una società. (...) La misura non può essere considerata sproporzionata, dato che tutte le società agenzie di rating del credito registrate nell'Unione

di agenzie specializzate, non appartenenti al medesimo gruppo<sup>140</sup>. Il legislatore europeo mira, in tal modo, ad evitare che si verifichino pericolose *commistioni* tra le società coinvolte; indirettamente, si tenta di impedire forme di sovrapposizione (e, dunque, di inesatta valutazione) attuate a seguito dell'unificazione dei canoni operativi applicabili nella certificazione del merito creditizio della clientela di riferimento<sup>141</sup>. Di fondo, si individua l'intento disciplinare di ribadire l'esigenza di un'operatività delle agenzie attestata su adeguati livelli di correttezza; quali per converso non è dato riscontrare allorché un *mix* di interessi molteplici e differenti sottrae alle *nostre* società specializzate quella indipendenza di giudizio che rende l'attività svolta meritevole di tutela da parte dell'ordinamento.

Sotto altro profilo, deve sottolinearsi che ulteriori ipotesi di conflitto di interessi sono configurabili in relazione alle strutture di *governance* interna a ciascuna agenzia di *rating*.

Si ha riguardo, in particolare, ai casi in cui un'azionista di rilievo di una società specializzata (in grado di condizionare le decisioni di politica gestionale) divenga membro del consiglio di amministrazione o di sorveglianza di altre agenzie presenti sullo stesso mercato, sì da svolgere un ruolo significativo anche all'interno di queste ultime<sup>142</sup>. Trattasi dei cd. fenomeni di *interlocking directorates*<sup>143</sup>, nei quali si

---

sono società non quotate e non sono pertanto soggette alle norme di trasparenza e procedurali che si applicano alle società quotate nell'Unione in conformità della direttiva 2004/109/CE».

<sup>140</sup> Ex art. 6 *bis* del Reg. (CE) n. 1060/2009. La norma in esame estende tale limite anche all'esercizio dei diritti di voto, alla nomina o revoca dei membri di consigli di amministrazione o di sorveglianza, all'esercizio del controllo o di un'influenza dominante sulle altre agenzie di *rating* del credito. Il legislatore precisa, inoltre, che il divieto di partecipazioni azionarie reciproche «non si applica alle partecipazioni in regimi di investimento collettivo diversificato, compresi i fondi gestiti quali i fondi pensione o le assicurazioni vita, a condizione che le partecipazioni in tali regimi non mettano l'azionista o il socio di un'agenzia di *rating* del credito nella posizione di esercitare un'influenza significativa sulle attività economiche di tali regimi». Il comma 2 del medesimo articolo esenta, altresì, dalle prescrizioni in esame «gli investimenti in altre agenzie di *rating* del credito appartenenti allo stesso gruppo di agenzie di *rating* del credito».

<sup>141</sup> Cfr. LAMANDINI, *Proprietà e conflitto di interessi*, intervento al Convegno "Le agenzie di *rating*", Salerno, 8-9 novembre 2012, ove l'A. si interroga sulla reale portata di tali limitazioni operative prevista dalla regolazione europea, nonché sulla possibilità di introdurre anche taluni profili di controllo anti-trust, con specifico riferimento alla valutazione di eventuali casi di "abuso di posizione dominante collettiva".

<sup>142</sup> Sul punto viene in considerazione il disposto dell'art. 6 *bis*, comma 1, del Reg. (CE) n. 1060/2009, così come modificato dal Reg. (UE) n. 462/2013, nel quale, per l'appunto, si disciplinano le ipotesi di «conflitti di interesse nelle agenzie di *rating* del credito per quanto riguarda gli investimenti».

<sup>143</sup> Cfr. CERA, *Profili dell'interlocking directorates nelle società bancarie e finanziarie: norme speciali ed interessi*, in AA.VV., *Governo dell'impresa e mercato delle regole. Scritti giuridici per Guido Rossi*, Milano, 2002, tomo II, p. 1105 ss., ed in particolare, p. 1107, in cui si evidenzia che «la questione assume particolare rilievo nel diritto della concorrenza (...), ma lo strumento dell'intreccio personale può, sempre oggettivamente, svolgere funzioni varie, dalla creazione di un controllo di fatto sulle imprese, alla elusione di divieti o limiti agli incroci azionari e all'assunzione di partecipazioni, fino alla violazione delle norme sul conflitto di interessi».

evidenzia una potenziale limitazione dell'autonomia decisionale delle agenzie, a causa di intrecci di interessi confliggenti con la finalità (primaria) cui deve essere orientata l'attività in parola<sup>144</sup>. Ed invero, viene disattesa, in questi casi, l'esigenza operativa costituita dalla formulazione di giudizi caratterizzati da una oggettiva equidistanza dagli interessi dei rispettivi destinatari. A ciò si aggiunga che - in presenza di una realtà siffatta - il *rating*, nella sua valenza negativa, incide non solo sui profili strategici che (a causa della qualità dei giudizi emessi) minano l'equilibrio aziendale delle società coinvolte nel fenomeno dell'*interlocking*, ma anche sulla stessa stabilità dei mercati di riferimento.

Come si è detto, tali intrecci sono puntualmente vietati dalle disposizioni del Reg. (CE) n. 1060/2009; quest'ultimo, oltre a porre divieti, in un'ottica preventiva, prevede anche l'istituzione di amministratori indipendenti (in numero non minore di due e pari almeno ad un terzo della totalità dei membri del consiglio), la cui attività è volta alla predisposizione di pareri da presentare periodicamente al consiglio e all'Esma (previa specifica richiesta di quest'ultima).

E' appena il caso di far presente che tali amministratori, pur non partecipando alla elaborazione dei giudizi, svolgono funzioni di controllo sulle politiche e sulle metodologie utilizzate dagli analisti, assicurando l'efficacia dei sistemi di *compliance*, nonché la conformità e la correttezza delle procedure di *governance* (Allegato I, sez. A, Reg. (CE) n. 1060/2009). Non v'è dubbio che il regolatore dimostra di essere particolarmente attento nel garantire un congruo livello di trasparenza nelle decisioni strategiche e gestionali delle agenzie e, dunque, nella conseguente attività di certificazione.

Nonostante tale "buon intento" del legislatore, taluni dubbi permangono in ordine all'effettiva indipendenza e trasparenza dell'*agere* delle società specializzate. In tal senso orienta il coinvolgimento di operatori finanziari istituzionali (tra i quali i fondi sovrani e le società di investimento di elevate dimensioni) nel capitale azionario delle agenzie; ad esso è riconducibile la configurabilità di una *ineliminabile* serie di interessi variegati e spesso tra loro confliggenti, la cui

---

<sup>144</sup> Cfr. SANTAGATA, *I criteri per l'applicazione del divieto di interlocking directorates nei mercati bancari, finanziari ed assicurativi*, in *Banca borsa e tit.cred.*, 2013, I, p. 241 ss.

eliminazione non sembra ancora compiutamente realizzabile, stante la mancata definizione di apposite regole disciplinari.

Sotto altro profilo, tali interrogativi risultano supportati dalla circostanza che l'attuale struttura del mercato del *rating* risulta a carattere sostanzialmente oligopolistico. Conseguentemente, la possibilità di facili commistioni di interessi che, a tacer d'altro, possono condurre all'adozione di strategie operative fondate su logiche di bieca speculazione, con evidente danno del mercato e degli investitori che hanno fatto affidamento sul valore informativo dei giudizi diffusi.

#### **4. La ricerca di soluzioni al conflitto di interessi: gli orientamenti dottrinali.**

L'analisi dei conflitti di interessi che possono pregiudicare l'attività di *rating* è, da alcuni anni, al centro di un crescente dibattito dottrinale. Si tende, per un verso, a chiarire le cause sottostanti alle fattispecie in parola, per altro ad individuare soluzioni (operative e/o organizzative) idonee a prevenire o a gestire eventuali realtà conflittuali.

Le molteplici indicazioni all'uopo avanzate appaiono riconducibili all'unitario, comune obiettivo di identificare opportune tecniche procedurali in grado di minimizzare gli effetti negativi recati al sistema finanziario da un distorto *agere* delle agenzie. In definitiva, si tende ad evitare che gli interventi delle agenzie siano fuorviati dalla presenza di fattori distonici, tali da alterare il naturale equilibrio dei rapporti economici correlati all'emissione dei giudizi.

Più in particolare, può dirsi che la dottrina è orientata alla ricerca di rimedi volti a sottrarre le negoziazioni a penalizzanti *rating*, frutto di elaborazioni, in tutto o in parte, disallineate dalla effettiva valutazione del merito creditizio dei soggetti presi in considerazione al fine di consentirne un'esatta allocazione nel mercato dei capitali<sup>145</sup>.

---

<sup>145</sup> Cfr. LISTOKIN – TAIBLESON, *If You Misrate, Then You Lose: Improving Credit Rating Accuracy Through Incentive Compensation*, in *Yale Journal*, 2010, n. 27, p. 91 ss.; BOLTON - FREIXAS, - SHAPIRO, *The credit ratings game*, in *The Journal of Finance*, 2012, n. 67.1, 85 ss.; DEB – MURPHY, *Credit rating agencies: An alternative model*, London School of Economics working paper, 2009, reperibili su [papers.ssrn.com](http://papers.ssrn.com).

E' appena il caso di rappresentare che la diffusione di *rating* imprecisi può dar luogo alla creazione di un *gap* conoscitivo che si riverbera a danno degli investitori. Più specificamente, un'inadeguata certificazione del rischio creditizio gravante sugli emittenti (ovvero su determinati strumenti finanziari) finisce con l'incidere sull'esattezza delle stime che gli operatori formulano allo scopo di selezionare le migliori 'opportunità' disponibili a fini di negoziazione.

Deve considerarsi, altresì, che la gestione dei conflitti di interesse può essere interpretata alla stregua di uno strumento idoneo a garantire ottimali livelli di indipendenza negli assetti organizzativi e funzionali delle agenzie.

Ciò spiega la ragione per cui le ipotesi risolutive formulate in dottrina travalicano di sovente i confini di una corretta amministrazione di dette agenzie; per converso, esse appaiono orientate all'identificazione di presidi volti a salvaguardare il valore informativo riconosciuto al *rating* nell'ambito dell'ordinamento finanziario.

Nello specifico, vengono in considerazione talune proposte, rivenienti da ambiti internazionali, nelle quali si mira ad un *rinnovamento* delle logiche poste a base dell'attività svolta dalle società in esame. Più in particolare, la dottrina si è interrogata sulla possibilità di riformare le modalità d'applicazione del modello «*issuer-pays*» nel processo di valutazione del merito creditizio degli emittenti (ovvero di una particolare *tranche* di strumenti finanziari destinati al collocamento sul mercato)<sup>146</sup>. Ciò, nell'intento di minimizzare la possibile incidenza di interessi variegati che, come in precedenza si è detto, possono generare condotte fuorvianti in capo agli analisti coinvolti nell'emissione dei giudizi<sup>147</sup>.

Sotto il profilo tecnico, tali proposte si fondano sull'adozione di un diverso approccio ricostruttivo della realtà fattuale in parola; si ha riguardo, cioè,

---

<sup>146</sup> Deve aversi riguardo, inoltre, alla proposta di «*alternative compensation models*» adottabili dalle società di *rating*; In proposito, cfr. UNITED STATES GOVERNMENT ACCOUNTABILITY OFFICE, *Credit Rating Agencies. Alternative Compensation Models for Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*, January 2012, ove si propongono sette meccanismi alternativi al modello «*issuer-pays*», fondati sul rispetto dei principi di *independence, accountability, competition, transparency, market acceptance and choice* e *oversight*.

<sup>147</sup> In letteratura si registrano diverse formule alternative all'«*issuer-pays model*»; cfr. MATHIS - MCANDREWS, - ROCHET, *Rating the raters: are reputation concerns powerful enough to discipline rating agencies?*, in *Journal of Monetary Economics*, 2009, n. 56.5, p. 657 ss., nel quale si propone un «*platform pays model*»; COFFEE, *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*, Oxford, 2006, p. 298, ove si suggerisce «*to restore the principal-agent relationship that once existed by requiring rating agencies to be paid by the users of their information, not the issuer*».

all'opportunità di porre rimedio ai fenomeni di *over-rating* che, talora, discendono dalla prevalenza di interessi *altri* (e, dunque, impropri) rispetto all'operatività tipica delle agenzie.

In altri termini, si prospettano formule operative basate sulla previsione di meccanismi di pagamento alternativi all'esborso monetario che il cliente (in virtù dell'applicazione del nominato «*issuer-pays model*») è tenuto a corrispondere all'agenzia incaricata dell'elaborazione del *rating*. A titolo esemplificativo, si richiama l'eventualità che l'emittente proceda al pagamento (integrale o parziale) di quanto dovuto all'agenzia (che esegue la valutazione) mediante la consegna di un ammontare prestabilito di strumenti finanziari, la cui affidabilità creditizia è certificata proprio dal *rating* emesso da tale agenzia (in virtù del rapporto negoziale in essere)<sup>148</sup>.

E' evidente dunque come, in tali circostanze, il costo riveniente dall'applicazione di logiche di «*misrating*» (da parte del *rater*) si ripercuota non solo sull'andamento delle contrattazioni dei titoli sul mercato, ma anche sulla struttura patrimoniale della società certificatrice (*i.e.* l'agenzia di *rating*). Ed invero, le eventuali perdite rivenienti da una erronea politica di *classamento* dei prodotti finanziari in questione finirebbero col generare ripercussioni negative sull'entità della remunerazione destinata all'agenzia (e, dunque, sulla quantità dei profitti conseguibili a fronte del servizio di valutazione reso al soggetto emittente).

Pertanto, deve ritenersi che l'obiettivo sotteso all'introduzione di siffatta formula operativa sia quello di incentivare i *raters* a procedere ad un generalizzato aumento del livello di *accuratezza* delle analisi effettuate. E' bene, altresì, aver riguardo alla circostanza che, in fattispecie di tal genere, per solito le modalità operative testé indicate fanno leva sulle prospettive di redditività economica che le agenzie potranno realizzare nello svolgimento della loro ordinaria attività.

Va da sé che il pagamento in titoli finanziari (anziché in risorse monetarie) dovrebbe comportare anche un aumento del grado di diligenza da parte degli analisti nell'esecuzione dei servizi ausiliari (all'emissione dei *rating*). Al riguardo va tenuto presente che detti servizi – essendo strettamente collegati alla attività di

---

<sup>148</sup> Cfr. COFFEE, *Ratings Reform: the Good, the Bad, and the Ugly*, in *Harvard Business Law. Rev.*, 2009, p. 254; LISTOKIN – TAIBLESON, *op.cit.*

*rating* - contribuiscono ad un efficiente collocamento dei titoli oggetto di valutazione e, dunque, devono considerarsi conferenti alla possibilità di svilupparne lo scambio in sede di negoziazione finanziaria.

Molteplici dubbi permangono, tuttavia, in merito alla concreta efficacia del procedimento quivi proposto, i cui esiti implicano forme operative da parte delle società specializzate da considerare di certo estranee al loro *agere* tipico. Sul punto, rileva l'interrogativo concernente la creazione (nella struttura patrimoniale dell'agenzia) di portafogli finanziari caratterizzati dalla prevalente presenza di titoli emessi dalla clientela sottoposta a giudizio. Viene, poi, in considerazione l'eventuale carenza di liquidità monetaria conseguente al recepimento da parte dell'agenzia di strumenti finanziari, donde la relativa, ovvia incidenza sulle politiche strategiche ed operative di quest' ultima<sup>149</sup>.

## Sezione II

### *La responsabilità delle agenzie nei confronti degli investitori*

#### *1. Attività di rating: ruolo e responsabilità delle agenzie.*

La crescente rilevanza del *rating* nell'ordinamento finanziario ha posto l'esigenza di valutare il grado di interazione esistente tra le scelte degli investitori e l'*agere* delle società specializzate. Come più volte si è detto, le elaborazioni

---

<sup>149</sup> Cfr. COFFEE, *op. ult. cit.*, p. 254, ove si sottolinea che «*clever as this idea may be in principle, it would not work if the CRA could immediately sell the debt securities before their misrating was discovered. If sales were restricted, then the CRA would have to hold a sizable portfolio of securities with resulting liquidity and legal problems. Also, if the rating fee was basis point (or less) of the deal size, such a fee system would issue relatively small amounts of debt securities (and in odd denominations) to the rating agency. It is inefficient to hold or trade small quantities of a large number of illiquid debt securities (as the CRA would incur disproportionate brokerage fees)*».

espresse nei *rating* non presentano una valenza limitata al contesto strategico-organizzativo dei soggetti richiedenti, ma denotano effetti di ampia portata.

Da qui la proposizione di peculiari interrogativi in ordine alla riconducibilità alle agenzie delle implicazioni negative rivenienti da un *improprio* svolgimento della loro attività. Sorge, in tal modo, il problema di chiarire se, nella fattispecie, ricorrono i presupposti per la definizione di forme specifiche di responsabilità in capo alle medesime; tali, cioè, da segnare una deroga rispetto alla correlazione che ordinariamente si individua tra *atto* ed *imputabilità* dello stesso al soggetto che lo pone in essere.

Al riguardo, va tenuto presente che il ruolo ascrivibile alle agenzie di *rating* si colloca in una sorta di 'limbo' operativo: esso, infatti, non può essere ricondotto alla categoria dei revisori contabili, giacché le valutazioni (sul merito creditizio) si differenziano dalle stime poste in essere da questi ultimi sulla base di un diverso carattere analitico (uno prospettico, l'altro retrospettivo), nonché tenuto conto dei differenti livelli di discrezionalità praticati nell'esecuzione delle due tipologie di indagine in parola. A ciò si aggiunga che la funzione delle agenzie non può collocarsi nell'ambito dell'attività degli analisti finanziari, in quanto il *rating* non si estrinseca in una raccomandazione concernente la detenzione e/o vendita di particolari titoli negoziabili (così come, d'altronde, viene specificato anche in sede di regolazione europea)<sup>150</sup>; né tantomeno detta funzione può essere ricondotta a quella tipica della stampa specializzata, stante la minore complessità ed il minor grado di approfondimento che, per solito, si rinviene nelle informazioni fornite da quest'ultima<sup>151</sup>.

---

<sup>150</sup> Ci si riferisce al *considerando* n. 8 del Reg. (UE) n. 462/2013, ove il legislatore specifica che «i rating del credito, a differenza delle ricerche e raccomandazioni in materia di investimenti non sono mere opinioni in merito al valore o al prezzo di uno strumento finanziario o di un'obbligazione finanziaria. Le agenzie di rating del credito non sono semplici analisti finanziari o consulenti in materia di investimenti. (...) In tale contesto le agenzie di rating del credito devono essere indipendenti e percepite come tali dagli operatori del mercato e le loro metodologie di rating devono essere trasparenti e percepite come tali».

Sotto altro profilo, peculiare rilievo deve attribuirsi alla riflessione secondo cui esistono differenze sostanziali tra l'*audit*, il *rating* e l'*advisory*. Ed invero, «l'attività delle società di revisione (*audit*) è ad impatto di mercato mediato; la consulenza finanziaria (*advisory*) è ad impatto privato, in quanto resa riservatamente ad un cliente; viceversa i giudizi espressi nel *rating* hanno un impatto diretto sul mercato»; cfr. AMOROSINO, *Rilevanze pubblicistiche dell'attività di rating finanziario*, relazione tenuta nell'ambito del Convegno dal titolo "Le agenzie di rating", Salerno, 8-9 novembre 2012.

<sup>151</sup> Cfr. PARTNOY, *How and why credit rating agencies are not like other gatekeepers*, in FUCHITA – LITAN, *Financial Gatekeepers: Can They Protect Investors?*, Washington DC., 2006, p. 59 ss. Nell'ambito della dottrina nazionale, cfr. SCARONI, *La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, in



Ciò posto, deve ricordarsi che la misurazione dello *standing* creditizio degli emittenti agisce da catalizzatore nella selezione dei «prenditori meritevoli», cui è bene concedere le risorse monetarie presenti sul mercato (a differenza di quanto è prevedibile avvenga nei confronti dei «cattivi» debitori, ai quali non deve essere riconosciuta affidabilità creditizia). E' evidente, quindi, come il *rating* contribuisca alla crescita della quantità (e della qualità) delle informazioni necessarie ad un corretto sviluppo dei rapporti finanziari; donde i significativi effetti dello stesso sul grado di efficienza registrabile nel mercato.

Deve evidenziarsi, tuttavia, che il coinvolgimento delle agenzie in eclatanti casi di *default* societario, nonché la loro interazione nel contribuire all'aggravio delle 'turbolenze' che di recente hanno caratterizzato il mercato finanziario (ed in particolare le negoziazioni relativi ai 'debiti sovrani'), inducono a riflettere sulle modalità dell'azione svolta. In particolare, si ha riguardo vuoi alla possibile carenza di diligenza nella formulazione dei giudizi, vuoi agli effetti negativi rivenienti da condotte distorte che sono alla base di un *agere* destinato, frequentemente, ad incidere sull'integrità del patrimonio di soggetti terzi (estranei, cioè, al rapporto negoziale intercorrente tra *rater* ed emittente).

Ne è discesa l'esigenza di conformare l'attività delle società in parola all'osservanza di logiche ordinarie che garantiscano una costante tutela dei risparmiatori e un duraturo equilibrio del mercato finanziario. All'uopo è stato ritenuto necessario identificare uno specifico regime di responsabilità civile che consenta di imputare alle agenzie di *rating* l'eventuale pregiudizio subito dagli investitori, i quali hanno confidato nei giudizi dalle prime diffusi sul mercato; in altri termini, si è posto il problema di salvaguardare l'affidamento (specifico ed incolpevole) che i risparmiatori hanno riposto nell'operato delle agenzie,

---

*Contratto e Impresa*, 2011, n. 3, p.764 ss. ed in particolare, p. 800 ss. Inoltre, cfr. SANNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, Napoli, 2011, p. 60, ove l'A. sottolinea che «l'attività di *rating* si distingue da quella giornalistica (per) il livello di coinvolgimento dell'agenzia nell'operazione di emissione»; ed invero, nel caso delle agenzie specializzate, l'elaborazione dei giudizi rappresenta il frutto di un legame con l'emittente «molto più intenso di quanto non accada nel rapporto che il giornalistica tipicamente instaura con l'attività oggetto di indagine giornalistica: circostanza dimostratasi tanto più vera nel caso del *rating* dei prodotti strutturati, dove la collaborazione tra agenzia ed emittente si è rivelata talmente intesa da far sì che il conseguimento di un voto di *rating* elevato fosse divenuto *condicio sine qua non* per la buona riuscita dell'operazione di collocamento».

rifacendosi a quest'ultimo in sede di pianificazione delle loro strategie finanziarie<sup>152</sup>.

## **2. La problematica relativa alla responsabilità per inesatte informazioni.**

Le condotte delle agenzie di *rating* - dalle quali può scaturire una eventuale responsabilità nei confronti degli investitori - possono assumere molteplici configurazioni.

Al riguardo, rilevano i casi in cui: *i*) il *rating* pubblicato risulti (integralmente o parzialmente) distorto, donde uno specifico pregiudizio in capo agli investitori che, in buona fede, fanno affidamento sulla correttezza delle valutazioni espresse; *ii*) l'agenzia non abbia provveduto a modificare il *rating* in precedenza formulato (nonostante gli evidenti segnali di cambiamento nella situazione economica, finanziaria e patrimoniale del cliente), arrecando così un danno agli operatori che fondano le proprie strategie su dati e notizie non aggiornate (e, dunque, fuorvianti).

Trattasi, cioè, di fattispecie caratterizzate dal rischio che il mercato finisca con l'usufruire di informazioni distorte, sintetizzate in giudizi disallineati dall'effettiva rappresentazione del merito creditizio attribuibile ad uno specifico emittente (ovvero ad una determinata *tranche* di titoli finanziari).

In tale prospettiva, la dottrina prevalente ricollega l'eventuale responsabilità del *rater* all'emersione (in capo agli investitori) di un pregiudizio derivante dalla circolazione (e conseguente utilizzo) di informazioni inesatte<sup>153</sup>. Viene meno,

---

<sup>152</sup> In proposito, cfr. DI DONNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating. Mercato finanziario, allocazione dei rischi e tutela dell'investitore*, Padova, 2012, p. 390 ss.; SANNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit.; CAPRIGLIONE – SEMERARO, *Crisi finanziaria e dei debiti sovrani. L'Unione Europea tra rischi ed opportunità*, Torino, 2012, p. 53 ss.; MARIANELLO, *La responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti dei terzi risparmiatori*, in *Resp. civ.*, 2008, p. 635 ss.; PICARDI, *Il rating fra crisi e riforma dei mercati finanziari*, in *Riv. dir. civ.*, 2009, fasc. 6, p. 713 ss.; SCARONI, *op.cit.*, p. 803 ss.; PROSPERETTI, *La possibile responsabilità civile delle società di rating: alcune riflessioni in chiave economica*, in *Analisi giur. econ.*, 2012, n. 2, p. 455 ss.; PONZANELLI, *Quando sono responsabili le agenzie di rating*, *ibidem*, p. 441 ss.

<sup>153</sup> Fra tutti, DI DONNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating. Mercato finanziario, allocazione dei rischi e tutela dell'investitore*, cit., p. 390 ss.; SANNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., p. 65; MARIANELLO, *La responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti dei terzi risparmiatori*, in *Resp. civ.*, 2008, p. 635 ss.; FACCI, *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, in *Contratto e Impresa*, 2008, n.1, p. 164 ss. Per approfondimenti sulla natura della responsabilità da informazioni inesatte, cfr. BUSNELLI, *Itinerari europei nella «terra di nessuno» tra contratto e*

pertanto, la specifica tutela che dovrebbe essere garantita agli operatori economici che interagiscono con le agenzie specializzate (seppur in assenza di uno specifico legame contrattuale)<sup>154</sup>; sicchè gli interessi dei primi finiscono, sul piano delle concretezze, con l'essere sacrificati a causa di comportamenti (delle agenzie) contrastanti con le finalità per cui il *rating* dovrebbe essere utilizzato.

Tali interessi, come si è avuto modo di rappresentare nelle pagine che precedono, si concretizzano nella disponibilità di un bagaglio conoscitivo (il più possibile) aderente alla realtà fattuale, riferibile a dati di natura strettamente economico-finanziaria<sup>155</sup> ed elaborato da «soggetti particolarmente qualificati»<sup>156</sup> (quali, per l'appunto, sono le agenzie di *rating*) che, per solito, sono dediti alla produzione della cd. «informazione servizio», la cui fruizione è strumentale al corretto svolgimento delle negoziazioni finanziarie<sup>157</sup>.

Come testé si è anticipato, la riconducibilità della responsabilità in esame nella più ampia sfera di quella connessa alla diffusione di informazioni inesatte mira a salvaguardare l'integrità patrimoniale degli investitori; in particolare, viene in

---

*fatto illecito: la responsabilità da informazioni inesatte*, in BUSNELLI – PATTI, *Danno e responsabilità civile*, Torino, 2013, p. 321 ss.; CASTRONOVO, *L'obbligazione senza prestazione ai confini tra contratto e torto*, in *Scritti in onore di L. Mengoni*, Milano, 1995, p. 147 ss., ove si colloca tale tipologia di responsabilità in un'«area di turbolenza tra responsabilità aquiliana e responsabilità contrattuale».

<sup>154</sup> Cfr. ALPA, *Il problema dell'atipicità dell'illecito*, Napoli, 1979, p. 256, ove si pone in evidenza la rilevanza assunta dagli interessi, la cui tutela si affianca a quella dei diritti.

<sup>155</sup> Cfr. ZENO SENCOVICH, *Profili di uno statuto dell'informazione economica e finanziaria*, in *Dir. inf.*, 2005, p. 935, ove si sottolinea che, in caso di trasmissione di informazione finanziaria, «i dati devono essere veri, certi ed anzi certificati», lasciando (anche solo in via potenziale) «poco spazio all'approssimazione».

<sup>156</sup> In via generale, deve farsi presente che tale ipotesi di responsabilità trova applicazione nelle fattispecie in cui «il danneggiato lamenti di aver compiuto un atto pregiudizievole facendo affidamento su una valutazione errata operata da un professionista (si pensi alla valutazione riguardante l'autenticità di un quadro; il valore di un terreno; le condizioni di sicurezza di una nave); ed ancora nelle azioni tese ad ottenere il risarcimento dei danni subiti a seguito di errate referenze commerciali che inducono un imprenditore a concedere credito o ad intrattenere rapporti con un altro imprenditore; nelle azioni promosse dai cittadini contro le pubbliche amministrazioni per il risarcimento dei danni derivati dall'aver fatto affidamento su informazioni economiche inesatte e diffuse nell'esercizio delle funzioni istituzionali»; cfr. SANNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., p. 73.

<sup>157</sup> Cfr. BUSNELLI, *Itinerari europei nella «terra di nessuno» tra contratto e fatto illecito: la responsabilità da informazioni inesatte*, in BUSNELLI – PATTI, *Danno e responsabilità civile*, cit., p. 335, ove si distingue tra «consiglio amichevole», «informazione servizio» ed «informazione prodotto».

In linea con tale classificazione, rileva l'orientamento secondo cui «nella prima ipotesi il soggetto che fornisce l'informazione non risulta tendenzialmente responsabile, mentre nell'ultimo caso si verifica l'ipotesi specularmente opposta. Appare di importanza nodale, pertanto, risolvere la questione intermedia, atteso che piuttosto spesso si verifica nella pratica che il rilascio di informazioni costituisca un servizio prodromico e/o accessorio ad una serie di altri negozi e/o attività connessi e/o collegati»; cfr. MARIANELLO, *op. cit.*, p. 648.

considerazione la possibilità di ripristinare lo *statu quo ante* alla lesione derivante dall'essersi affidati a dati impropri ed a notizie fuorvianti<sup>158</sup>.

La tesi sopra richiamata appare volta ad evitare che i *raters* risultino completamente immuni da responsabilità civile nei confronti di coloro che utilizzano i giudizi per fini operativi e strategici; immunità, questa, che appare configurabile allorché l'attività delle agenzie specializzate viene assimilata ai servizi di stampa finanziaria, di tal che l'essenza del giudizio (dalle medesime espresso) finisce con l'essere ricondotto a quello di una 'mera opinione' sull'affidabilità creditizia dei soggetti analizzati.

Sul punto, si è in precedenza richiamato il noto orientamento della giurisprudenza statunitense la quale ha ritenuto non responsabili le agenzie sulla base della considerazione che il *rating* può essere classificato come manifestazione del principio di «*freedom of speech*» (sancito dal Primo Emendamento della Costituzione americana)<sup>159</sup>.

Sotto altro profilo, va tenuto presente che il richiamo alla responsabilità per informazioni inesatte si fonda sul rilievo ascrivibile al riconoscimento delle

---

<sup>158</sup> Per approfondimenti circa le funzioni della responsabilità civile, cfr. ALPA, *La responsabilità civile*, Milano, 1999, p. 131 ss. Più in particolare, l'A. sottolinea che, oltre alla nominata funzione di «ripristinare lo *status quo ante* nel quale il danneggiato versava prima di subire il pregiudizio», vi sono altre tre specifiche «funzioni fondamentali» assolute dalla responsabilità civile, *i.e.* «la funzione di reagire all'atto illecito dannoso, allo scopo di risarcire i soggetti ai quali il danno è stato recato», «la funzione di riaffermare il potere sanzionatorio (o "punitivo") dello Stato», ed infine «la funzione di "deterrente" per chiunque intenda, volontariamente o colposamente, compiere atti pregiudizievoli per i terzi».

Si specifica, inoltre, la sussistenza di ulteriori funzioni «sussidiarie», le quali «più propriamente attengono agli effetti economici della responsabilità civile». Ci si riferisce alla «distribuzione delle "perdite", nonché all'allocazione dei costi». Ed invero, «con la prima espressione si intende descrivere esternamente il trasferimento della "perdita" dal soggetto che l'ha effettivamente subita al soggetto al quale la perdita viene definitivamente accollata»; mentre «con la seconda espressione si ha riguardo (...) alla individuazione dei "costi" relativi all'assunzione del rischio connesso con il verificarsi del danno: costi che sono poi ripartiti tra operazioni di prevenzione e operazioni di risarcimento del danno».

<sup>159</sup> Cfr. DRIGO, *La responsabilità delle agenzie di rating per il danno all'informato. L'esperienza statunitense*, in *Rassegna di diritto civile*, 2006, n. 2, p. 524, ove si sottolinea che, per le corti statunitensi, gli investitori danneggiati dai *rating* inesatti erano stati precedentemente avvisati del rischio derivante dall'eccessivo affidamento nel valore informativo dei giudizi di cui trattasi. Nell'ambito della letteratura statunitense, cfr. NAGY, *Credit rating agencies and the First Amendment: applying Constitutional Journalistic Protections to Subprime Mortgage Litigation*, in *Minn. L. Rev.*, 2009, n. 94, p. 140 ss.; PARTNOY, *Rethinking Regulation of Credit-Rating Agencies: An Institutional Investor Perspective*, in *Journal of international banking law*, 2010, n. 25.4, p. 188 ss., ove si sottolinea l'esigenza di eliminare definitivamente «*the Rating Agency Exemption from Liability*».

Deve farsi presente, altresì, che l'emanazione del Dodd-Frank Act ha introdotto uno specifico regime di responsabilità che mira a tutelare maggiormente gli investitori mediante la predisposizione di ipotesi di dolo o colpa grave in capo alle agenzie specializzate. Per approfondimenti, cfr. DI DONNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating. Mercato finanziario, allocazione dei rischi e tutela dell'investitore*, cit., p. 375 ss.

procedure di registrazione che le agenzie di *rating* sono tenute ad attuare presso l'Esma (sulla base della regolamentazione europea recata dal Reg. (CE) n. 1060/2009, così come modificato dal Reg. (UE) n. 513/2011). Ed invero, tali procedure conferiscono alle agenzie la possibilità di assumere il particolare *status giuridico* di operatore professionale (riferibile alla produzione di informazioni destinate ad un indeterminato pubblico di soggetti)<sup>160</sup>, donde lo stretto nesso tra l'adempimento degli obblighi imposti dalla richiamata regolazione UE e la specificità di detta forma di imputazione.

Da ultimo, non può trascurarsi che le conclusioni cui testé si è addivenuti si compendiano nella qualificazione della natura (contrattuale ovvero extracontrattuale) della responsabilità ascrivibile alle agenzie. Significativo, al riguardo, è l'ampio dibattito dottrinale orientato alla ricerca di puntuali canoni ordinatori in grado di correlare gli ambiti applicativi di quest'ultima all'esigenza di proteggere gli investitori da eventuali negligenze e/o *misrepresentation* realizzate dalle agenzie di cui trattasi<sup>161</sup>.

Deve considerarsi, altresì, che il legislatore europeo, aderendo - come si vedrà in seguito - alla tesi della responsabilità extracontrattuale, ha recentemente introdotto un particolare regime risarcitorio a favore di coloro che risultano danneggiati dall'elaborazione di *rating* impropri. La presente indagine si propone di analizzare in prosieguo le ragioni per cui detto regime disciplinare può trovare attuazione solo in caso di specifiche violazioni delle agenzie e, più in particolare, previo riconoscimento dell'esistenza di dolo ovvero di colpa grave.

---

<sup>160</sup> Ciò appare in linea con la conclusione secondo cui «l'affidamento generato dalle informazioni diffuse sul mercato da parte delle agenzie di *rating* (soprattutto se *registrate* e in relazione a *rating* emessi a fini regolamentari) è senz'altro meritevole di tutela». Si rileva, inoltre, che in presenza di agenzie non registrate presso l'Esma «potrebbe sostenersi, da parte delle agenzie, che proprio l'assenza di una registrazione costituisca un chiaro indice del loro operare in un regime di informazione libero e, quindi, costituzionalmente tutelato al di sopra dell'interesse del singolo che vi ha fatto affidamento pur essendo a conoscenza della mancata registrazione»; cfr. SCARONI, *op. cit.*, p. 813.

<sup>161</sup> In proposito, cfr. DI DONNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating. Mercato finanziario, allocazione dei rischi e tutela dell'investitore*, cit., p. 392, in cui l'A. sottolinea che «tra i presupposti del corretto e regolare funzionamento del mercato rientra il dovere degli operatori economici di rendere disponibili le informazioni di cui sono a conoscenza, per ridurre, se non azzerare, il *gap* informativo che li pone in una inevitabile posizione di vantaggio rispetto agli investitori».

## 2.1. Segue: suo inquadramento in un ambito extracontrattuale...

L'esigenza di qualificare la natura della responsabilità delle agenzie deve tener conto di taluni aspetti problematici che contraddistinguono il *rating*.

I dubbi relativi alla possibilità di esperire le azioni risarcitorie tipiche del nostro sistema giuridico derivano principalmente dal fatto che i giudizi presentano carattere probabilistico, nonché una natura complessa derivante dalla tipologia di analisi svolte. Tale realtà si configura, talora, aggravata anche dall'utilizzo di tecniche che consentono una visualizzazione solo parziale dei dati di riferimento, con conseguente opacità delle procedure poste in essere destinata ad inficiare l'attività dei *raters*.

Nello specifico, va sottolineato che la dottrina prevalente, «muovendosi nel solco della più consolidata tradizione», identifica nella mancanza d'interazione tra l'agenzia e l'investitore il presupposto per ascrivere alla responsabilità (del primo nei confronti del secondo) una natura extracontrattuale (ex art. 2043 c.c.)<sup>162</sup>. Da qui l'opportunità di salvaguardare la posizione dei soggetti terzi i quali, facendo affidamento sull'attendibilità dei giudizi pubblicati, sono stati indotti ad investire e/o disinvestire in particolari strumenti finanziari (ricavandone significative perdite patrimoniali a causa dell'assunzione di un livello di rischio creditizio diverso da quello prospettato nei giudizi)<sup>163</sup>.

La configurabilità di una tutela risarcitoria nei confronti dei soggetti danneggiati dai giudizi delle agenzie implica, dunque, l'individuazione degli elementi costitutivi del fatto illecito, tra i quali rilevano l'effettiva sussistenza del danno ingiusto, il nesso causale tra il pregiudizio subito dall'investitore e il *rating*, nonché l'elemento soggettivo in capo alla società specializzata.

Con riguardo al primo profilo d'indagine, deve rilevarsi che l'ingiustizia del danno - da considerare come evento economicamente pregiudizievole, tale, cioè, da incidere sulla situazione patrimoniale del soggetto che lo subisce - può valutarsi solo a seguito di una «comparazione degli interessi in conflitto». Pertanto, alla luce

---

<sup>162</sup> Cfr. MARIANELLO, *op. cit.*, p. 638.

<sup>163</sup> A tal proposito, cfr. *ibidem*, p. 644, ove si evidenzia che è necessario «stabilire se il risparmiatore risulti titolare di una mera aspettativa, come tale non tutelabile, oppure di una situazione suscettiva di determinare un effettivo affidamento circa la sua conclusione positiva e, quindi, giuridicamente protetta».

di una nota sentenza della Cassazione, deve aversi riguardo «(all')interesse effettivo del soggetto che si afferma danneggiato, e (all')interesse che il comportamento lesivo dell'autore del fatto è volto a perseguire, al fine di accertare se il sacrificio dell'interesse del soggetto danneggiato trovi o meno giustificazione nella realizzazione del contrapposto interesse dell'autore della condotta, in ragione della sua prevalenza»<sup>164</sup>.

Da qui l'esigenza di valutare l'intensità dell'affidamento che l'investitore ripone nei giudizi di *rating*, successivamente rivelatisi impropri e fuorvianti (in quanto disallineati dalla reale situazione economica, patrimoniale e finanziaria dell'emittente sottoposto ad analisi). In tale contesto trova giustificazione la relazione, riconducibile all'orientamento espresso dal Supremo Collegio, esistente tra l'interesse dell'investitore a ricevere informazioni obiettive e corrette, e quello che fa capo alle agenzie specializzate, vale a dire la possibilità di svolgere liberamente un'attività di carattere imprenditoriale<sup>165</sup>.

Segue, poi, l'individuazione dell'ammontare del danno che il *rater* è tenuto a corrispondere ai soggetti lesi dalla sua condotta; va da sé che tale risarcimento dovrà essere quantificato secondo le tradizionali regole del danno emergente (variabile, dunque, in base alla specifica fattispecie oggetto di controversia giudiziaria)<sup>166</sup> e del lucro cessante (generalmente misurabile in base al rendimento

---

<sup>164</sup> Si veda la storica sentenza della Cassazione civile, SS.UU., del 22 luglio 1999 n. 500, ove si stabilisce che «la lesione di un interesse legittimo, al pari di quella di un diritto soggettivo o di altro interesse (non di mero fatto ma) giuridicamente rilevante, rientra nella fattispecie della responsabilità aquiliana solo ai fini della qualificazione del danno come ingiusto».

<sup>165</sup> Cfr. DI DONNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating. Mercato finanziario, allocazione dei rischi e tutela dell'investitore*, cit., p. 416, secondo cui «l'ingiustizia del danno arrecato agli investitori dalle agenzie di rating è insita (...) nella lesione del diritto fondamentale all'informazione corretta, completa ed adeguata, riconosciuto dal legislatore comunitario, dal legislatore nazionale e finanche dalla Carta di Nizza dei diritti fondamentali dell'Unione europea, nonché del diritto all'integrità patrimoniale che può essere gravemente compromesso da investimenti condizionati dal giudizio delle agenzie». Inoltre, FACCI, *op. cit.*, p. 181, il quale sottolinea che «seguendo questa impostazione (...) viene in rilievo il principio costituzionale di libera manifestazione del pensiero, di cui all'art. 21 Cost. che si contrapporrebbe all'art. 47 Cost. che tutela il risparmio, invocato dagli investitori».

<sup>166</sup> Cfr. SANNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., p. 167 ss.; SCARONI, *op. cit.*, p. 806; al riguardo, l'A. specifica, sul punto, che «il danno patrimoniale di cui l'investitore pretende il risarcimento può consistere (...) nell'importo impiegato nell'investimento in questione detratto l'eventuale valore residuo dei titoli (e di eventuali importi *medio tempore* percepiti dall'investitore) oppure, ancora, nella differenza tra il prezzo di acquisto dei titoli e quello (minore) al quale l'investitore sia costretto a dismettere i medesimi in seguito al *default*. Ancora, l'investitore potrebbe sostenere che il danno patrimoniale consiste nel differenziale del prezzo degli strumenti finanziari che non vi sarebbe stato se la dichiarazione negligente o dolosa non avesse alterato la percezione del mercato e ciò comporta la necessità di dimostrare quanto il giudizio di *rating* abbia influito sul prezzo medesimo».

medio relativo al portafoglio di investimento del soggetto danneggiato). Permangono, tuttavia, significativi dubbi in ordine alla determinazione dell'arco temporale cui riferire tali misurazioni, atteso che – generalmente – l'andamento dei mercati finanziari non permette di stimare con precisione la durata dell'interazione tra il prezzo degli strumenti finanziari e la circolazione dei *rating* errati<sup>167</sup>.

La configurazione di un preciso onere risarcitorio a carico dell'agenzia specializzata presuppone, inoltre, l'identificazione del nesso causale tra il *rating* pubblicato e il pregiudizio sofferto dall'investitore. Al riguardo, deve specificarsi che, secondo la dottrina prevalente, la dimostrazione di un legame di tal genere darebbe luogo in concreto ad una vera e propria «*probatio diabolica*»<sup>168</sup>; ciò in quanto, stante l'ampia diffusione dei giudizi in parola, a cui si aggiunge un elevato grado di complessità del sistema finanziario, l'investitore non è in grado di provare (in maniera inconfutabile) il precipuo nesso tra le perdite subite e il *rating* errato.

Da qui, la possibilità rappresentata dalla dottrina di far ricorso alla logica della presunzione (ex art. 2727 c.c.), in base alla quale diviene ipotizzabile l'inversione dell'onere della prova in capo al *rater*<sup>169</sup>. Quest'ultimo sarà, quindi, costretto a dimostrare l'esistenza di circostanze esterne inattese ed imprevedibili (tali da interrompere il nesso causale), a fronte di una contestuale osservanza (da parte sua) vuoi della regolamentazione in materia, vuoi dei principi di diligenza e buona fede.

---

<sup>167</sup> Sul punto, cfr. MAZZONI, *Osservazioni in tema di responsabilità civile degli analisti finanziari*, in *Analisi giur. econ.*, 2002, n. 2, p. 209 ss; PROSPERETTI, *op. cit.*, p. 471, secondo cui «è necessario verificare che, al momento della vendita, il prezzo fosse, o fosse ancora, influenzato dal *rating*. Se la vendita è avvenuta nelle ore immediatamente successive alla pubblicazione del *rating* ciò è in genere presumibile. Ma se la vendita è avvenuta giorni, o addirittura settimane, più tardi, occorre valutare se (meglio: in quale misura) il prezzo rifletteva ancora la notizia e non invece altre informazioni, sul titolo o sull'emittente, che si erano rese nel frattempo disponibili». Si specifica, inoltre, che «se (...) la teoria dei mercati efficienti afferma che i prezzi riflettono in ogni momento le informazioni disponibili, ciò è da intendersi in senso letterale solo se non vi sono costi di transazione, o altre imperfezioni del mercato, che nella realtà certamente esistono, e che pertanto possono generare ritardi tra una notizia e il riflesso di questa sul prezzo di un titolo».

<sup>168</sup> Cfr. MAZZONI, *op. cit.*, p. 248; DI DONNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating. Mercato finanziario, allocazione dei rischi e tutela dell'investitore*, cit., p. 419; PROSPERETTI, *op. cit.*, p. 466, ove si specifica che «nella maggior parte dei casi la decisione di acquisto sarà infatti stata basata su una pluralità di fattori, tra cui il *rating* certamente entra con un ruolo di rilievo, ma non è l'unico. Non credo quindi sarebbe particolarmente difficile per una CRA argomentare che non vi è nesso causale sufficientemente immediato e diretto tra *rating* e decisione di acquisto».

<sup>169</sup> Cfr. DI DONNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating. Mercato finanziario, allocazione dei rischi e tutela dell'investitore*, cit., p. 420; FACCI, *op. cit.*, p. 190; SCARONI, *op. cit.*, p. 815, in cui si sottolinea che «il nesso di causalità tra l'investimento effettuato e il danno subito dall'investitore in conseguenza dell'insolvenza dell'emittente sarebbe, secondo tale impostazione, *in re ipsa* ed è, quindi, onere dell'agenzia fornire la prova dell'esistenza di fatti idonei a interrompere il nesso causale al fine di dimostrare che la valutazione (positiva) fornita dall'agenzia non ha influenzato la scelta dell'investitore».



Particolare attenzione va riservata, inoltre, alla tesi secondo cui il nesso causale è implicitamente sotteso al legame che intercorre tra informazione e prezzo degli strumenti finanziari negoziati. Tale tesi, a ben considerare, suppone che l'esistenza di mercati efficienti sotto il profilo 'informativo' (anche se limitati alla «forma debole») dia luogo ad una realtà nella quale i prezzi dei titoli scambiati sono in grado di riflettere tutte le informazioni di cui il sistema finanziario è fornito, comprese le valutazioni di *rating* (anche quelle distorte e fuorvianti)<sup>170</sup>. Ne consegue che il legame tra il giudizio delle agenzie specializzate e il danno sofferto dall'investitore trova estrinsecazione negli ordinari meccanismi di mercato; ciò nel presupposto che qualsivoglia operatore finanziario considera, per solito, l'analisi del prezzo (a cui i titoli vengono scambiati) un primario fattore di riferimento per la selezione delle diverse opportunità di investimento.

Sebbene sotto il profilo teorico tale impostazione appaia condivisibile, sul piano delle concretezze la prova del nesso causale è resa particolarmente complicata dalla difficile individuazione dell'arco temporale di riferimento; condizione questa che, in linea con quanto in precedenza si è detto, incide sulla possibilità di affermare con certezza che determinati prezzi di mercato (osservabili in un definito arco temporale) risultano influenzati dal giudizio distorto. Come si vedrà in seguito, tale problematica non sussiste se l'effettività del nesso causale viene limitata ad un periodo di tempo ristretto, entro il quale, presumibilmente, il *rating* genera ripercussioni significative sullo scambio di taluni strumenti finanziari<sup>171</sup>.

Da ultimo, non può tralasciarsi di prendere in considerazione l'elemento soggettivo che consente di ricondurre l'obbligo del risarcimento in capo al

---

<sup>170</sup> Cfr. PROSPERETTI, *op. cit.*, 467- 469, in cui si sottolinea che talvolta tale teoria non può essere applicata. Ciò accade, «oltre che nei casi in cui il mercato non può essere considerato efficiente, ciò si verifica quando non si può presumere che l'investitore, per le sue caratteristiche soggettive, si sia basato esclusivamente, o almeno in misura preponderante, sulle informazioni fornite dal mercato nell'assumere le decisioni di investimento. Ciò è in pratica rilevante per i grandi investitori, che – è ragionevole assumere – si basano sia sul prezzo di mercato, sia su proprie informazioni e capacità analitiche. Ma per i piccoli investitori, la teoria è molto probabilmente corretta». Si veda, inoltre, Perrone, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, Milano, 2003, p. 187.

<sup>171</sup> In questo senso SCARONI, *op. cit.*, p. 817. Si precisa, infatti, che «chi ha comprato o venduto prima che la dichiarazione falsa abbia alterato il mercato o chi si è astenuto dall'operare prima (o molto dopo) della diffusione della dichiarazione o chi ha comprato o venduto dopo lo spirare dell'intervallo di tempo durante il quale il giudizio di *rating* è stato metabolizzato dal mercato, non possa ragionevolmente affermare che l'affidamento sulla dichiarazione, poi rivelatasi falsa, sia stato causa determinante della sua decisione di operare o di astenersi».

danneggiante; ci si riferisce al dolo, ovvero alla colpa di quest'ultimo per aver posto in essere l'illecito che ha causato il danno all'investitore.

Prescindendo dalle problematiche relative alla dimostrazione (che fa carico al soggetto danneggiato) della sussistenza di una condotta dolosa in capo al *rater*, si rileva che la colpa può essere evidenziata solo in relazione a determinati *standard* comportamentali (che l'agenzia è tenuta ad osservare nello svolgimento della sua ordinaria attività di valutazione). In altri termini, come puntualmente è stato sottolineato in dottrina, su un piano generale le agenzie non possono essere ritenute *tout court* colpevoli di qualsivoglia disallineamento riscontrabile *ex post* tra la realtà fattuale e il giudizio emesso<sup>172</sup>; orienta in tal senso la natura probabilistica di quest'ultimo e la possibilità che si verifichino eventi non prevedibili sulla base di una rigorosa applicazione dei canoni della diligenza professionale.

Tali *standard* sono identificabili nel riferimento ai criteri disciplinari dettati dal legislatore (dovendosi porre particolare attenzione alle indicazioni di cui al Reg. (CE) n. 1060/2009 e successive modifiche ed integrazioni), ovvero ai codici di condotta (e, in generale, a qualsiasi complesso ordinario dettato in via di autoregolamentazione). In detti ambiti è definito il livello minimo di diligenza che il *rater* è tenuto ad osservare (seppur limitatamente a questioni di natura procedurale ed organizzativa), sì da identificare per implicito i confini della legittima aspettativa degli utilizzatori dei giudizi.

Taluni dubbi permangono, tuttavia, con riguardo all'effettiva capacità dell'investitore (specie se medio-piccolo) di valutare con precisione eventuali debordi da detti *standard* comportamentali effettuati dalle agenzie, sì da pervenire alla dimostrazione della loro negligenza nelle singole fattispecie<sup>173</sup>. Ed invero, la

---

<sup>172</sup> Non deve tralasciarsi di considerare, inoltre, l'eventuale concorso di colpa del danneggiato (ex art. 1227 c.c.), il quale «può essere ritenuto esistente anche nel caso in cui (al di fuori delle ipotesi di gestione di portafoglio ove entra in gioco il ruolo dell'intermediario) egli non si informi autonomamente in merito al deterioramento del giudizio di *rating* nel tempo. In particolare, si dovrà valutare, di volta in volta, se l'investitore avrebbe potuto ridurre in tutto o in parte i danni derivanti dal (cattivo) investimento se avesse venduto gli strumenti finanziari non appena venuto a conoscenza delle variazioni del loro *rating*»; cfr. SCARONI, *op. cit.*, p. 819.

<sup>173</sup> In tal senso, si veda PROSPERETTI, *op. cit.*, p. 455-461, in cui l'A. ritiene che «un livello di diligenza dovuta non (appaia) definibile neppure con riferimento al processo produttivo complessivo che porta all'assegnazione di un *rating*, tranne quando si accerti che una CRA non ha considerato dati rilevanti. Più raramente quando si accerti che la CRA non ha diligentemente valutato la correttezza di informazioni che ha ricevuto nonostante una tale valutazione fosse possibile. Nell'uno e nell'altro caso, tale valutazione comunque richiede un esame dettagliato delle attività compiute (o non compiute) nell'assegnazione di un particolare *rating*».

proposizione di una eventuale azione risarcitoria non può essere tenuta disgiunta dalla considerazione che - stante la complessità delle tecniche operative utilizzate dall'agenzia (nonché la possibile presenza di fattori di opacità nello svolgimento delle procedure) - in molti casi il tentativo di far valere il proprio diritto si arena nelle 'secche' della difficile prova di essere vittima di condotte poco corrette o, quanto meno, non in linea con i canoni ordinatori del *rating*.

## **2.2. Segue:...ovvero contrattuale.**

L'esigenza di tutelare l'affidamento che gli investitori ripongono nella correttezza del *rating* ha indotto parte della dottrina ad assimilare la responsabilità ascrivibile alle agenzie specializzate a quella inquadrabile nell'area contrattuale e, più specificamente, al cd. «contatto sociale»<sup>174</sup>.

Al riguardo, si è ipotizzata la configurabilità di una «obbligazione senza prestazione»<sup>175</sup> che intercorre tra l'agenzia e gli investitori, seppur in assenza di uno specifico vincolo contrattuale. Ciò posto, va da sé che il *rater* è tenuto a dimostrare di aver adempiuto agli obblighi connessi alla sua funzione, fermo restando l'onere a suo carico di agire con perizia e diligenza; più in particolare, fa carico a quest'ultimo la prova di non aver leso l'interesse della controparte alla fruizione di informazioni obiettive, libere ed attendibili<sup>176</sup>.

---

<sup>174</sup> Cfr. CAPRIGLIONE – SEMERARO, *Crisi finanziaria e dei debiti sovrani. L'Unione Europea tra rischi ed opportunità*, cit., p. 60; ROSSANO, *Le agenzie di rating nel rapporto con gli investitori: profili di responsabilità*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2012, n. 1, p. 1 ss.; SCARONI, *op. cit.*, p. 804; MARIANELLO, *op. cit.*, p. 638. Si veda, altresì, ALPA, *Il danno da informazione economica*, in *Riv. notariato*, 1977, fasc. 6, p. 1091 ss., ed in particolare p. 1103 ss., in cui si evidenzia che l'individuazione di una specifica disciplina per la responsabilità da informazioni economiche «deve muovere da una attenta analisi dei criteri di selezione degli interessi; in assenza di regole di carattere generale, occorre fare riferimento dapprima al particolare vincolo che si istituisce tra informatore ed informato, all'interno di un rapporto che (...) trae origine dal "contatto sociale" che si manifesta nell'atto illecito».

<sup>175</sup> Cfr. Cassazione, 22 gennaio 1999, n. 589, in *Il foro italiano.*, 1999, fasc. 11, p. 3338 ss., con nota di LANOTTE, *L'obbligazione del medico dipendente è un'obbligazione senza prestazione o un prestazione senza obbligazione?*; ed in *Resp. civ. e prev.*, 1999, p. 661 ss., con nota di FORZIATI, *La responsabilità contrattuale del medico dipendente: il «contatto sociale» conquista la Cassazione*.

<sup>176</sup> Cfr. FRANZONI, *Il contatto sociale non vale solo per il medico*, in *Resp. civ. e prev.*, 2011, n. 9, p. 1693 ss., ed in particolare p. 1697, ove, ad avviso dell'A., appare «appropriato riconoscere che, in talune circostanze, la complessità dei rapporti fra i privati, o comunque fra soggetti a questi equiparati, rende necessario l'impiego dell'intero sistema delle fonti delle obbligazioni».

L'identificazione di un ambito siffatto di responsabilità trova giustificazione nel carattere professionale - in precedenza evidenziato - ascrivibile all'attività posta in essere dalle agenzie (reso specificamente evidente dal particolare *status* attribuibile ai *raters* registrati presso l'Esma, cui già si è fatto richiamo)<sup>177</sup>.

Deve farsi presente, tuttavia, che tale ipotesi ricostruttiva sembra scontrarsi con la «naturale indeterminabilità» dei soggetti destinatari del servizio in parola; donde l'impossibilità di configurare l'estensione degli obblighi di risarcimento delle agenzie nei confronti di una incerta (ed eccessivamente ampia) generalità di investitori<sup>178</sup>. Per converso, non appare inopportuno l'interrogativo concernente l'eventualità di allargare i confini della stessa nozione di contatto grazie alle odierne tecniche di comunicazione informatica. Ed invero, lo straordinario progresso recentemente riscontrabile *in subiecta materia* ha condotto ad una vera e propria rivoluzione delle forme di interconnessione tra i soggetti presenti nel mercato finanziario<sup>179</sup>; troverebbero, in tale ambito, collocazione anche talune, innovative modalità di interazione operativa destinate a semplificare (*rectius*: facilitare) la funzione divulgativa caratteristica del *rating*<sup>180</sup>.

Su un piano generale è evidente come la responsabilità da contatto in capo alle agenzie miri a garantire una tutela degli interessi dei terzi danneggiati da giudizi inesatti più intensa rispetto a quella conseguibile ove l'imputabilità delle stesse venga circoscritta in un ambito extracontrattuale. Al riguardo, rilevano le facilitazioni che agli investitori derivano dalla riferibilità ai meccanismi procedurali disciplinati nelle regole relative alla responsabilità da contratto; ciò tenuto conto soprattutto dei vantaggi rivenienti dall'inversione dell'onere della prova (ex art.

---

<sup>177</sup> Onde un diverso trattamento per le agenzie registrate (alle quali potrebbe essere imputata una responsabilità contrattuale) e per le agenzie non registrate (destinate a rispondere in virtù di una responsabilità extracontrattuale); di tale avviso è SCARONI, *op. cit.*, p. 805, nota 79.

<sup>178</sup> Cfr. SANNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., p. 21, ove si sottolinea che «dirimente per confutare la riconduzione della fattispecie del *rating* nel quadro del contatto sociale diviene allora, in prima battuta, il dato del totale *deficit* relazione esistente tra le agenzie e gli investitori, almeno quando i giudizi di *rating* siano diffusi mediante comunicati stampa ovvero altrimenti pubblicati su siti *web* o riviste specializzate e, quindi, chiaramente rivolti al pubblico, alla generalità degli investitori». Inoltre, cfr. DI RIENZO, *La responsabilità verso terzi nella valutazione del merito creditizio delle imprese*, in AA.VV., *Le fonti private del diritto commerciale*, a cura di Di Cataldo – Sanfilippo, Milano, 2008, p. 272 ss., ove si sottolinea l'assenza di «indici espliciti» nella regolamentazione di settore che «inducano a ritenere che il *rating* abbia come destinatario il "pubblico" indifferenziato».

<sup>179</sup> Cfr. RIFKIN, *L'era dell'accesso: la rivoluzione della new economy*, Milano, 2000.

<sup>180</sup> Cfr. TROISI, *op. cit.*, p. 209.

1218 c.c.)<sup>181</sup> e dai tempi di prescrizione (che, come è noto, in presenza di un legame contrattuale si estendono su un arco temporale di dieci anni).

Per converso, non può trascurarsi di considerare che l'adesione alla tesi contrattualistica si risolve nell'accettazione di peculiari modalità di calcolo del risarcimento spettante al soggetto danneggiato: significativo, in proposito, deve ritenersi il riconoscimento di un obbligo dell'agenzia inadempiente limitato ai soli danni prevedibili (ex art. 1225 c.c.).

### ***3. Le previsioni del legislatore europeo in materia di responsabilità civile.***

La materia della responsabilità civile delle agenzie di *rating* ha assunto rilevanza anche in sede normativa. Gli scandali societari degli ultimi anni hanno indotto, infatti, il legislatore a ricercare specifiche formule disciplinari in grado di disincentivare i *raters* dal praticare condotte distorte e, al contempo, di minimizzare le ripercussioni sul sistema finanziario che discendono da siffatti comportamenti.

Tale orientamento è stato evidenziato nel 2011 dal Parlamento europeo, il quale ha tenuto a precisare la necessità di non classificare più i *rating* come «semplici opinioni», esortando, quindi, la Commissione ad adottare provvedimenti che consentano di perseguire le agenzie ove la loro operatività sia caratterizzata da «gravi negligenze o scorrettezze professionali».

Ne è conseguita l'introduzione, nel sistema normativo, di una puntuale disposizione con la quale il regolatore europeo esprime sostanzialmente adesione al regime ordinario della responsabilità extracontrattuale.

Ci si riferisce alla statuizione dell'art. 35 *bis* del Reg. (UE) n. 462/2013<sup>182</sup> – recante modifica al Reg. (CE) n. 1060/2009 – la quale reca la previsione di una specifica tutela risarcitoria (a favore dei terzi estranei al rapporto contrattuale intercorrente tra *rater* e cliente). Più in particolare, tale norma riguarda il limitato

---

<sup>181</sup> Cfr. SCARONI, *op. cit.*, p. 828. In particolare, l'A. sottolinea che «nello specifico, l'investitore "tradito" dal giudizio di *rating*, se invoca la responsabilità contrattuale dell'agenzia, può limitarsi a provare che il giudizio emesso si è rivelato errato senza preoccuparsi di dimostrare né la lesione di un suo interesse giuridicamente rilevante, che è determinato a priori con riferimento all'obbligazione assunta dall'agenzia nei suoi confronti, né la colpa del *rater*; l'agenzia, per contro, dovrà dimostrare che l'ha emesso nel rispetto di tutte le norme – imperative e non – applicabili alla sua attività e, quindi, la non imputabilità del suo inadempimento».

<sup>182</sup> Cfr. *supra* cap. III, sez. II.

ambito dei casi in cui il giudizio formulato sia stato distorto a causa di violazioni organizzative ed operative (previste dall'Allegato III al nominato Reg. (CE) n. 1060/2009), nelle quali l'agenzia può incorrere in occasione dei processi di valutazione del soggetto sottoposto ad analisi.

Vengono, quindi, in considerazione le inosservanze procedurali (identificate nella elencazione fornita dal regolatore europeo) nelle quali si ha riguardo a comportamenti caratterizzati da dolo ovvero da negligenza grave dell'agenzia; da qui la configurabilità di un impianto sistemico che prevede in capo all'investitore l'onere di dimostrare, in sede di giudizio, il «ragionevole affidamento» da lui risposto nel valore informativo del *rating*, donde la giustificazione della richiesta del danno subito, il cui risarcimento appare, quindi, direttamente collegato alla violazione di una legittima aspettativa di correttezza comportamentale<sup>183</sup>.

Ne consegue che la possibilità di procedere nelle modalità sopra indicate risulta vincolata al riscontro di un *agere* improprio, contraddistinto da una particolare intensità, tale cioè da risolversi in un'elaborazione del giudizio decisamente fuorviante. In tale contesto, appare altresì rilevante la circostanza che il pubblico degli operatori ha fondato la decisione di investimento, detenzione o cessione di determinati titoli finanziari proprio sulle stime di merito creditizio offerte da un *rating* chiaramente distorto<sup>184</sup>.

Sotto un profilo tecnico giuridico assume specifico rilievo l'afferenza delle nominate violazioni al rispetto dei molteplici obblighi che le agenzie sono tenute ad osservare in virtù delle disposizioni disciplinari fornite dal Regolamento sopra menzionato. Pertanto, deve aversi riguardo alle previsioni in materia di gestione dei conflitti di interesse (dalle quali discende la configurazione di particolari procedure di natura organizzativa ed operativa), nonché ai vincoli derivanti dall'attività di vigilanza svolta dall'Esma e, da ultimo, alle comunicazioni cui le agenzie sono

---

<sup>183</sup> La norma in esame rinvia all'art. 5 *bis* del medesimo Regolamento, in base al quale gli operatori finanziari (elencati all'art. 4, paragrafo 1, primo comma) non devono affidarsi elusivamente alle valutazioni poste in essere dalle società di *rating* (comma 1); al contempo, il legislatore comunitario incarica le autorità del settore a vigilare sull'osservanza di tale disposizione normativa e ad incentivare detti operatori «a ridurre l'incidenza di tali riferimenti con l'obiettivo di ridurre l'affidamento esclusivo e meccanico al rating del credito» (comma 2).

<sup>184</sup> Cfr. DI DONNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating. Mercato finanziario, allocazione dei rischi e tutela dell'investitore*, cit., p. 438, ove si considera l'imposizione della colpa grave come un «errore giuridico», nella misura in cui la violazione dei doveri prescritti dal Regolamento dovrebbe di per sé dar luogo ad una responsabilità, «a prescindere dalla prova della negligenza grave o del dolo della condotta inadempiente».

tenuto al fine di fornire un adeguato livello di trasparenza informativa nei confronti del mercato.

E' evidente, quindi, come la riferibilità a detti canoni abbia potuto consentire alla dottrina di ravvisare nella fattispecie un *intentio legis* volta ad evitare l'imputazione in capo alle agenzie di una responsabilità «generalizzata (in relazione) a tutti i casi in cui i giudizi di *rating* diffusi si siano rivelati erronei»<sup>185</sup>. Tale tesi non sembra condivisibile in quanto essa non ascrive adeguato rilievo alle difficoltà che il soggetto danneggiato incontra in sede di accertamento delle modalità operative degli analisti; donde la mancata possibilità di rappresentare (a proprio vantaggio) l'intervenuta violazione delle regole di condotta cui le agenzie devono conformare lo svolgimento della loro attività<sup>186</sup>.

Va da sé che la portata di un onere probatorio siffatto limita in maniera determinante la possibilità per l'investitore di dar corso con successo ad un'azione risarcitoria nei confronti dell'agenzia<sup>187</sup>. E' appena il caso di aggiungere che la dimostrazione - da effettuare in sede giudiziaria - del nesso causale tra il *rating* e la lesione subita, nonché dell'elemento soggettivo che qualifica l'*agere* del danneggiante presenta la connotazione di un'impresa di difficile realizzazione. Da qui la condivisibile posizione della dottrina che, valutando tali circostanze fattuali, ha ipotizzato la presenza di un paradosso implicito a tale regime di responsabilità; tesi che evidentemente tiene conto del fatto che «trattandosi di obblighi che sono imposti alle agenzie di rating dalla legge, la sanzione dovrebbe trovare applicazione per il solo fatto della loro inosservanza ed a prescindere dalla gravità della violazione»<sup>188</sup>.

---

<sup>185</sup> Cfr. SCARONI, *op. cit.*, p. 813, in cui si specifica che, in tal modo, si afferma «la necessità di una valutazione della condotta tenuta dalle agenzie rispetto agli *standard* professionali ai quali esse devono attenersi (quali sono, ad esempio, quelli contenuti nel Regolamento Comunitario in caso di agenzie registrate).

<sup>186</sup> Cfr. DI DONNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating. Mercato finanziario, allocazione dei rischi e tutela dell'investitore*, cit., p. 387, ove si ritiene che «l'investitore abbia ricevuto dal legislatore comunitario un'arma spuntata nei confronti delle agenzie di rating e che esse di fatto godano di una sorta di immunità dovuta alla *probatio diabolica* che grava sul danneggiato. Infatti, troppe e assai onerose sono le condizioni da soddisfare per affermare la responsabilità civile delle agenzie di rating, anche secondo la nuova previsione normativa».

<sup>187</sup> Da quanto si desume dalla proposta di regolamento, tale onere sembrava destinato ad essere invertito in capo al danneggiante; Cfr. ROSSANO, *op.cit.*, p. 26, secondo cui «tale inversione dell'onere della prova sarebbe in grado di tutelare al meglio gli interessi dell'investitore e, al contempo, porrebbe fine alle perplessità espresse in materia dalla dottrina».

<sup>188</sup> Cfr. DI DONNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating. Mercato finanziario, allocazione dei rischi e tutela dell'investitore*, cit., p. 388.

Appare indubbio, infatti, che lo scarso livello di informazioni relative alle stime poste in essere – dovuto, tra l’altro, all’elevata complessità delle tecniche d’analisi utilizzate nell’elaborazione dei giudizi sul merito creditizio di specifici emittenti<sup>189</sup> - appare come un ostacolo ineludibile al corretto svolgimento dei processi giudiziari. Da qui, la configurabilità di ulteriori ostacoli in sede di risoluzione delle controversie che, di volta in volta, presumibilmente faranno seguito alla diffusione di eventuali *rating* inesatti.

Più in generale, si ritiene che il regime di responsabilità cui aderisce la regolazione comunitaria non risulti idoneo a risolvere le problematiche concernenti la *qualità* dei giudizi emessi; né tantomeno esso è in grado di riequilibrare gli interessi delle parti in campo, specie con riferimento agli investitori medio-piccoli che, per solito, necessitano di una più pregnante tutela in virtù della loro scarsa *expertise* in materia finanziaria.

Sembra, pertanto, potersi addivenire alla conclusione secondo cui le ragioni dell’introduzione dell’art. 35-*bis* sopra richiamato vanno identificate essenzialmente nella volontà del regolatore europeo di sottoporre le agenzie ad una ulteriore forma di vigilanza prudenziale; ciò ridimensiona notevolmente il profilo finalistico della norma in esame, formalmente destinata a salvaguardare l’esigenza di una *effettiva* tutela extracontrattuale degli investitori<sup>190</sup>. A ben considerare, le forme di responsabilità sono tipizzate nel riferimento ad una operatività che non deve prescindere dalla presenza di assetti tecnico-organizzativi dei *raters* conformi ai criteri previsti dal legislatore per un corretto svolgimento dell’attività di cui trattasi. Non a caso le violazioni di cui all’Allegato III del nominato Reg. CE n. 1060/2009 rilevano anche sotto il profilo della supervisione pubblica; esse, infatti, sono oggetto di specifiche sanzioni amministrative pecuniarie che l’Esma è tenuta ad erogare alle agenzie in relazione all’espletamento dei suoi compiti istituzionali di controllo ispettivo ed informativo (art. 36 *bis*).

---

<sup>189</sup> Cfr. *supra* cap. II, sez. II.

<sup>190</sup> Ciò appare in linea con PONZANELLI, *op.cit.*, p. 446, il quale ritiene che, in via generale, «il “cuore” del regolamento comunitario è (...) eminentemente pubblicistico: si vuole esercitare un controllo più esteso sulle attività, a tutela della stabilità dei mercati finanziari e degli interessi degli investitori».



#### **4. Verso un'ipotesi di responsabilità oggettiva.**

Alla luce di quanto si è detto, il regime di responsabilità definito in sede di regolazione europea non garantisce un'efficace tutela ai soggetti che vengono danneggiati dalla diffusione di *rating* inesatti. Come si è evidenziato, infatti, la complessità degli oneri probatori che il legislatore ha posto a carico di questi ultimi fa emergere non pochi dubbi circa l'effettiva possibilità di pervenire alla corresponsione (da parte dell'agenzia) di un congruo risarcimento a favore degli investitori lesi da giudizi rivelatisi errati.

Si profila, dunque, uno spazio d'indagine per l'identificazione di meccanismi alternativi in grado di superare le complicazioni procedurali rivenienti da siffatta realtà. Deve mirarsi, in particolare, alla realizzazione di una costruzione disciplinare in grado di incentivare le agenzie ad elaborare giudizi (il più possibile) veritieri; a ciò si aggiunga l'ulteriore obiettivo di chiarire se, ed in quali modalità, sia possibile imputare (alle medesime) gli effetti negativi delle eventuali incongruenze che, nel breve termine, possono riscontrarsi tra i *rating* diffusi e la realtà economico-finanziaria degli operatori analizzati.

In altri termini, l'obiettivo di fondo è quello di affiancare alla responsabilità extracontrattuale (definita dal regolatore europeo) la previsione di una formula risarcitoria più stringente, la quale si basi sulla considerazione che le agenzie dovrebbero garantire al mercato (*rectius*: ai soggetti utilizzatori del *rating*) un ragionevole grado di correttezza delle relative stime, almeno nei momenti immediatamente successivi alla pubblicazione dei giudizi.

In tale presupposto, diviene possibile configurare una peculiare forma di *responsabilità oggettiva*, nella quale i *raters* - prescindendo da ogni riferibilità all'esistenza di un elemento soggettivo a loro carico ovvero dal riscontro fattuale di inesattezze procedurali - incorrono ogniqualvolta i clienti-emittenti ricadono in situazioni di fallimento<sup>191</sup>.

Più in particolare, tale modello di responsabilità dovrebbe essere contraddistinto dalla presenza di specifiche limitazioni applicative con riguardo vuoi all'arco

---

<sup>191</sup> Cfr. ROMANO – TROISI, *Rating, accuratezza delle valutazioni e responsabilità oggettiva*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2013, n. 2, p.

temporale in osservazione, vuoi all'ammontare del danno risarcibile. In altri termini, l'ipotesi costruttiva - che qui si rappresenta - è volta a prevedere il possibile coinvolgimento delle agenzie nei casi di *default* (dei soggetti sottoposti a valutazione).

Naturalmente, occorre distinguere tra le diverse fattispecie di imputabilità come sopra identificate; ciò nel senso che necessita operare una 'graduazione' tra i diversi casi di responsabilità, sì da evitare che il fallimento del soggetto analizzato dia luogo *tout court* al riconoscimento della menzionata responsabilità oggettiva. Più in particolare, ai fini di una giustificata imputabilità dell'agenzia rileva la richiamata limitazione temporale in quanto, nei casi di *default* contestuali o immediatamente successivi alla pubblicazione del giudizio (è il caso Lehman Brothers in argomento fa testo) emerge chiaramente l'inattendibilità di quest'ultimo.

Sul punto, va fatto presente che il contenimento in un arco temporale ristretto della possibilità di far valere tale forma di responsabilità oggettiva trova giustificazione ulteriore nell'esigenza di prevenire l'imputazione alle agenzie dei rischi (e, di conseguenza, dei costi) derivanti dalla presenza di fallimenti molteplici, tra loro correlati per ragioni talora non prevedibili e, dunque, estranee alle valutazioni poste in essere dagli analisti<sup>192</sup>. Ci si riferisce, in particolare, a realtà caratterizzate da situazioni di crisi nelle quali, per solito, si verificano *turbative* di natura sistemica di significativa portata, ascrivibili a fattori di instabilità esogeni alle stime poste in essere dalle agenzie specializzate<sup>193</sup>.

Ciò posto, altra forma di limitazione della responsabilità in parola - da considerare necessaria ai fini di una compiuta ricostruzione delle fattispecie possibili - è quella correlata all'esigenza di restringere l'obbligo risarcitorio (che grava in capo all'agenzia) ad un ammontare prestabilito. Tale indicazione evidenzia

---

<sup>192</sup> Cfr. *ibidem*, in cui si sottolinea che «la menzionata limitazione al breve termine consente (...) di evitare (...) effetti negativi sulla stabilità delle agenzie, atteso che le situazioni di crisi a carattere sistemico non sembrano denotare una velocità di propagazione infinita; tale riflessione appare ancor più verosimile se restringe il campo d'indagine al settore corporate, differenziandolo da quello della finanza strutturata che, per solito, presenta meccanismi di correlazione ulteriore e di elevata complessità».

<sup>193</sup> Cfr. TRIMARCHI, *Istituzioni di diritto privato*, Milano, 2011, p. 143, in cui si sottolinea che «perché la responsabilità oggettiva svolga la sua funzione, e perché sia fattore di ordine e non di disordine economico, occorre che si possa inserire armonicamente nel gioco dei profitti e delle perdite dell'impresa o, più in generale, nel bilancio di chi esercita l'attività alla quale essa viene collegata. Occorre perciò escludere la responsabilità per fatti atipici, estranei a quel rischio che il responsabile può prevedere e contro il quale egli può premunirsi accantonando riserve o assicurandosi».

l'opportunità di evitare che il *rater* risenta in maniera eccessiva dei costi ricollegabili ad una molteplicità di fallimenti che potrebbe realizzarsi nel mercato<sup>194</sup>.

Più in particolare, avendo riguardo ai profili tecnici delle possibili situazioni sopra descritte, si precisa che il risarcimento ipotizzabile nei casi testé individuati debba essere quantificato in relazione a parametri specifici, vale a dire alla probabilità di *default* dell'emittente e al prezzo corrisposto (da quest'ultimo) a fronte del servizio di *rating* offerto dalla società specializzata<sup>195</sup>.

Si riesce, in tal modo, a risolvere - almeno nei casi di responsabilità per fallimenti contestuali (o immediatamente successivi) ai giudizi - la problematica relativa alla quantificazione del danno sofferto dall'investitore (per effetto dell'affidamento riposto nel valore conoscitivo del *rating* diffuso sul mercato). Ed invero, i parametri dianzi menzionati devono ritenersi verificabili *ex post* e sono, quindi, riconducibili a criteri oggettivi ed a forme di valutazione esplicabili in via diretta. Non va sottovalutato, inoltre, il vantaggio che il danneggiato ottiene dalla mancanza dell'onere di provare la colpa, ovvero il dolo dell'agenzia e l'inosservanza da parte di quest'ultima degli *standard* comportamentali previsti in sede regolamentare europea<sup>196</sup>.

L'applicazione di siffatta formula di responsabilità oggettiva appare preordinata ad incentivare la realizzazione di comportamenti corretti da parte delle agenzie; queste ultime, infatti, sono spinte ad adottare procedure particolarmente efficienti e tecniche di valutazione rigorose al fine di ridurre gli eventuali disallineamenti tra i

---

<sup>194</sup> Cfr. ROMANO – TROISI, *op. cit.*, p. , ove si sottolinea che siffatte limitazioni consentono di eliminare taluni svantaggi rivenienti dall'applicazione della responsabilità oggettiva. Tra questi, va fatta presente l'eventualità che «l'agere delle agenzie specializzate risulti gravato dalla realizzazione di meccanismi di “*over deterrence*” in capo alle stesse; si ha riguardo, cioè, al caso in cui una illimitata esposizione del *rater* alla responsabilità oggettiva darebbe luogo all'assunzione da parte di quest'ultimo di condotte difensive (che si concretizzano nella mancata emissione di giudizi), orientate ad evitare che lo stesso risulti potenzialmente coinvolto in azioni risarcitorie eccessivamente aggressive, promosse dagli investitori danneggiati dal fallimento dell'emittente sottoposto a giudizio».

<sup>195</sup> Per approfondimenti circa la quantificazione del danno e l'approccio analitico utilizzato, cfr. *ibidem*, p.

<sup>196</sup> In tal senso, cfr. DI DONNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating. Mercato finanziario, allocazione dei rischi e tutela dell'investitore*, cit. p. 436, secondo cui l'imputazione della responsabilità oggettiva in capo alle agenzie può essere considerata «più garantista» rispetto ad un approccio extracontrattuale. Ciò in quanto essa «avrebbe decisamente sgravato l'investitore dalla prova realmente onerosa della colpevolezza dell'agenzia e, quindi, della mancanza di quella diligenza professionale che caratterizza lo *status* delle società di rating e che deve essere più rigorosa e più specifica della mera diligenza del buon padre di famiglia, o ancor peggio del dolo, ossia dell'accordo fraudolento tra l'agenzia e l'emittente valutato in danno dei terzi investitori».

propri giudizi e i *default* che effettivamente si realizzano (*rectius*: di evitare di sopportare oneri risarcitori maggiori di quanto l'agenzia stessa sia in grado di prevenire sulla base delle probabilità di fallimento assegnate ai propri clienti).

Per completezza va sottolineato che la previsione di una responsabilità oggettiva in vista del coinvolgimento delle agenzie trova taluni riferimenti nel dibattito dottrinale; nello specifico, meritano attenzione le proposte avanzate *in subiecta materia* nelle quali si ricollega la quantificazione del risarcimento dovuto dal *rater* alla libertà decisionale delle parti negoziali<sup>197</sup>, ovvero alla definizione *ex ante* di una percentuale dell'ammontare dei guadagni che l'agenzia ottiene dalla sua ordinaria attività<sup>198</sup>.

E' evidente come si è in presenza di una logica ordinatoria finalizzata essenzialmente al perseguimento di una '*deterrence*' delle agenzie da condotte fuorvianti (e dal perseguimento di interessi terzi), a fronte di una minore valenza riconosciuta alla necessità di corrispondere un adeguato risarcimento agli investitori danneggiati<sup>199</sup>. In altri termini, viene in considerazione l'intento di limitare *ab origine* gli effetti negativi rivenienti dalla diffusione di *rating* inesatti e di tutelare (indirettamente) gli interessi degli operatori finanziari alla fruizione di informazioni corrette e veritiere.

---

<sup>197</sup> Cfr. PARTNOY, *Barbarians at the Gatekeepers: A Proposal for a Modified Strict Liability Regime*, in *Wash. ULQ*, 2001, n. 79, p. 491 ss. L'A. propone di delegare la determinazione dell'esposizione massima dei *gatekeepers* (e, quindi, anche delle agenzie di *rating*) all'autonomia contrattuale. In particolare, si specifica che l'ammontare minimo del risarcimento debba essere determinato dalle parti con riferimento ad una percentuale del risarcimento complessivo che l'investitore richiede all'*issuer*. I dubbi sollevati da tale proposta sono molteplici: (i) non può essere assunta come ipotesi di base la considerazione che le parti determinino tali risarcimenti in maniera ottimale (ii) permane il rischio di bancarotta in capo alle agenzie di *rating* (iii) e, soprattutto, non si supera il problema della quantificazione del danno causato agli investitori da *rating* inesatti.

<sup>198</sup> Cfr. COFFEE, *Gatekeeper Failure and Reform: The Challenge of Fashioning Relevant Reforms*, Working paper, Columbia Law School, 2003, p. 70. L'A. propone la possibilità di introdurre un tetto massimo ai risarcimenti per limitare l'esposizione al rischio delle agenzie di *rating*. Va tenuto presente, tuttavia, che non si offrono criteri chiari e precisi per la determinazione di tale limite.

<sup>199</sup> Ciò tenuto conto del fatto che l'applicazione di un regime di responsabilità oggettiva, «almeno così come è strutturata negli schemi più frequentemente applicati», appare «dissociata da ogni fattore inerente al comportamento soggettivo dell'agente, posto che l'obbligo di risarcire il danno sorge per il semplice fatto che l'agente ha svolto una attività rischiosa, oppure perché – sulla base di una scelta politica del diritto – l'agente appare il soggetto che meglio di altri può sopportare la traslazione del danno». Deve rilevarsi, tuttavia, che detta forma di responsabilità conserva l'effetto deterrente «solo in quei casi nei quali l'obbligo del risarcimento incide a tal punto sul patrimonio dell'agente ad indurlo a non compiere l'atto dannoso»; cfr. ALPA, *La responsabilità civile*, cit., p. 139.

Tale assunto si traduce, con riferimento alla fattispecie del *rating* che ci occupa, nella considerazione che la responsabilità oggettiva (così come quivi viene formulata) assume valenza deterrente proprio perché incide sul livello dei profitti ottenibili dal *rater* e, dunque, sulle sue possibilità di competere nel mercato.

## CONCLUSIONI

L'indagine è preordinata ad evidenziare le peculiarità del *rating* e gli elementi caratterizzanti l'operatività delle agenzie specializzate nelle elaborazioni di cui trattasi. La centralità del ruolo riconosciuto dagli operatori finanziari ai giudizi formulati da tali agenzie trae fondamento dal peculiare valore informativo che essi presentano nello svolgimento delle negoziazioni di mercato.

Il *rating* è stato definito dal regolatore europeo alla stregua di un «parere» riguardante il merito creditizio di un'entità, nonché la solidità di un'obbligazione di debito ovvero di un emittente di strumenti finanziari<sup>200</sup>. Più precisamente, esso si configura come una valutazione relativa alla 'capacità' di uno specifico debitore (che può identificarsi in un'impresa, uno Stato, un intermediario finanziario ovvero un ente pubblico) di rispettare i propri impegni alle scadenze prestabilite.

L'attività delle agenzie appare, quindi, direttamente correlata alla predisposizione di *indicatori sintetici*, utilizzabili dai risparmiatori nelle loro decisioni di investimento. All'uopo rileva la valenza dei sistemi di classificazione forniti dalle agenzie sulla base di moduli ordinatori definiti *ex ante*, ai quali viene attribuito un univoco significato sia in ambito internazionale, sia a livello intersettoriale.

L'utilizzo di scale alfanumeriche per l'individuazione dei diversi livelli di *affidabilità* creditizia dei soggetti sottoposti ad esame consente di veicolare al mercato (con immediatezza e semplicità) il risultato di complesse elaborazioni (di natura vuoi qualitativa che quantitativa) che i *team* di analisti pongono in essere. Trattasi di accertamenti di carattere tecnico che denotano intrinseca validità ai fini di una compiuta conoscenza della realtà economico-patrimoniale in osservazione;

---

<sup>200</sup> Si veda l'art. 3, comma 1, lett. a), del Regolamento (CE) n. 1060/2009.

va segnalato, tuttavia, la possibile interazione di interessi esterni con i processi valutativi in parola, donde l'eventualità di giudizi *impropri* destinati ad alterare l'ordinario svolgimento dell'operatività del mercato e, dunque, la stabilità di quest'ultimo.

Alla luce di quanto si è detto, il *rating* deve ritenersi strumentale al corretto funzionamento dei processi di allocazione delle risorse economiche. La raccolta (e la successiva diffusione) di notizie relative allo *standing* creditizio degli operatori presenti sul mercato consente, infatti, di minimizzare le eventuali distorsioni che si realizzano nell'incrocio fra domanda ed offerta di beni e servizi.

Sotto un profilo strettamente tecnico-finanziario, va tenuto presente che il valore conoscitivo del *rating* favorisce il superamento delle asimmetrie informative che, per solito, inficiano l'ottimale allocazione del risparmio. Viene, per tal via, evitato l'impatto negativo derivante dal divario di conoscenza che contraddistingue la posizione degli intermediari e delle loro controparti negoziali; ciò con ovvie, benefiche ripercussioni sul grado di efficienza riscontrabile nella realtà di mercato e, di conseguenza, sull'equilibrio dell'intero sistema economico finanziario.

Deve farsi presente, tuttavia, che i recenti eventi di crisi finanziaria hanno fatto emergere molteplici dubbi in merito al grado di accuratezza - e, dunque, di affidabilità - delle valutazioni effettuate dalle agenzie. Ci si riferisce, in particolare, ai noti eventi di *default* societario (si richiama, ad esempio, il recente scandalo di Lehman Brothers) nell'ambito dei quali i *rating* diffusi dalle agenzie - successivamente rivelatisi errati - hanno finito con l'aggravare la situazione di dissesto delle realtà finanziarie in parola; ciò con evidente amplificazione degli effetti distorsivi di tali eventi sugli investitori e sull'intero mercato.

Si spiega, quindi, l'intervento disciplinare del regolatore europeo (Reg. CE n. 1060/2009 e successive modifiche ed integrazioni) il quale ha fissato specifici canoni comportamentali cui le agenzie di *rating* devono attenersi nell'espletamento della loro attività di valutazione. In tale contesto, assume particolare rilievo anche il Reg. UE n. 462/2013, che di recente ha identificato puntuali misure volte a minimizzare l'incidenza dei conflitti di interesse nella elaborazione dei giudizi, al contempo prevedendo specifici requisiti operativi ed organizzativi, sulla cui osservanza è stata chiamata a vigilare l'Esma.

Da ultimo, va segnalato il dibattito relativo alla individuazione del regime di responsabilità delle agenzie nei confronti degli investitori per inesatto e/o scorretto adempimento dei propri obblighi professionali. A fronte di una possibile riconduzione dell'imputabilità dei *raters* alle note figure della responsabilità contrattuale o extracontrattuale, rileva il possibile inquadramento della stessa in un ambito 'oggettivo', sia pure delimitato con riferimento ad un definito arco temporale ed all'entità del danno risarcibile.

Sotto un profilo generale, l'indagine qui condotta perviene ad un risultato di particolare rilievo per quanto concerne la problematica relativa alla diffusione di giudizi inesatti ovvero distorti dall'influenza di fattori fuorvianti. Si è, infatti, evidenziato come gli effetti negativi riscontrabili nei casi da ultimo indicati, allo stato della regolazione, non appaiono pienamente risolvibili.

Non a caso, si comprendono le perplessità da più parti espresse con riferimento alla validità dei *rating* sovrani e, più in particolare, all'accuratezza e trasparenza delle relative stime<sup>201</sup>. Molteplici dubbi sorgono, poi, in ordine a talune recenti operazioni di *downgrading* che le maggiori società (Moody's, Fitch e S&P) hanno attuato nei confronti di alcuni Paesi della Unione Europea, esposti (in modalità differenti) a gravi rischi creditizi e sistemici<sup>202</sup>.

Sul punto, viene in considerazione il recente declassamento – cui si è accompagnata una previsione di *outlook* negativo - che S&P ha operato nei confronti dello Stato italiano (il cui *rating* è stato, quindi, modificato a BBB);

---

<sup>201</sup> Cfr. BYOUN – SHIN, *Unsolicited credit ratings: theory and empirical evidence*, 2002, disponibile su SSRN 354125; KIFF – NOWAK - SCHUMACHER, *Are Rating Agencies Powerful? An Investigation into the Impact and Accuracy of Sovereign Ratings*, 2012, IMF Working Paper n. 12/23, disponibile su SSRN; GÄRTNER – GRIESBACH, *Rating Agencies, Self-Fulfilling Prophecy And Multiple Equilibria? An Empirical Model Of The European Sovereign Debt Crisis 2009-2011*, School Of Economics And Political Science, University Of St. Gallen, 2012; RESCIGNO, *Agenzie di rating e conflitti di interesse: sintomi e cure*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2012, n. 2, p. 353 ss.; PRESTI, *Take the «AAA» train: note introduttive sul rating*, *ibidem*, p. 251 ss.; CAPRIGLIONE, *Crisi finanziaria e dei debiti sovrani. L'Unione Europea tra rischi ed opportunità*, cit., p. 59; MASERA, *Così la politica può battere la "dittatura del rating". La tirannia del Rating sotto accusa. Come ridurre il potere delle agenzie*, in *La Repubblica – Affari e Finanza* -, 23 gennaio 2012.

<sup>202</sup> Si veda l'editoriale de *Il Sole 24Ore* del 9 marzo 2013, intitolato «*Fitch declassa l'Italia per l'incertezza politica*», ove si pongono in rilievo le motivazioni del *downgrade* effettuate dall'agenzia in questione. Più specificamente, si legge che, secondo le dichiarazioni di Fitch, «l'incertezza politica e il possibile conseguente freno alle riforme strutturali costituiscono un ulteriore shock per la già provata economia reale». Si sottolinea, inoltre, l'editoriale apparso sul *Corriere della Sera* nel giorno 25 marzo 2013, intitolato «*Cipro: Moody's, crisi negativa per tutti rating sovrani area euro*».

declassamento fondato sulla prospettiva di un repentino deterioramento della stabilità economica, politica e finanziaria del nostro Paese<sup>203</sup>.

Detto *downgrade* è avvenuto in un contesto nel quale sorgono dubbi molteplici in ordine all'effettiva accuratezza della valutazione effettuata dall'agenzia in parola; ciò in quanto il giudizio formulato non sembra tener conto in modalità adeguate delle recenti riforme (in via di definizione in sede politica) volte alla realizzazione di una «ripresa» che consenta alla Italia di fuoriuscire dall'attuale fase recessiva.

Più in particolare, le elaborazioni espresse sembrano basarsi su «una percezione dei rischi», riconducibile ai soli «scenari peggiori» che contraddistinguono la nostra realtà economico-finanziaria; sicché nel *rating* ha giocato un ruolo determinante la mera «estrapolazione meccanica di dati» e notizie propri di una visione retrospettiva (e, dunque, non anche prospettica) delle condizioni dello Stato italiano<sup>204</sup>.

Da qui, la configurabilità di una rappresentazione distorta del quadro fattuale di riferimento; modalità impropria di procedere al giudizio, nella quale, a tacer d'altro, potrebbe ravvisarsi un celato intento di perseguire finalità d'ordine politico e strategico, anziché formulare una corretta valutazione dello *standing* del Paese in osservazione. In altri termini, come puntualmente è stato sottolineato in sede tecnico-politica, si è in presenza di un'azione preordinata alla destabilizzazione del nostro Paese sui mercati finanziari internazionali<sup>205</sup>.

Si teme, pertanto, che un *downgrade* così realizzato possa dar luogo a significative ripercussioni negative sui sistemi borsistici e, più in particolare, a rinnovati attacchi da parte di operatori motivati da logiche di mera speculazione finanziaria; conseguenza questa che frequentemente si registra a seguito delle comunicazioni (diffuse dalle agenzie specializzate) concernenti non solo eventuali peggioramenti delle condizioni degli Stati sovrani, ma (talora) anche semplici cambiamenti dei vertici politici ed istituzionali dei medesimi<sup>206</sup>.

---

<sup>203</sup> Si veda in proposito l'editoriale apparso su Il Sole 24ore del giorno 9 luglio 2013, dal titolo «S&P taglia il rating italiano a tripla B, a due passi dal livello spazzatura. Il Tesoro: scelta superata dai fatti».

<sup>204</sup> Significativa, al riguardo, appare l'opinione espressa dal Ministro dell'Economia e delle Finanze, Fabrizio Saccomanni il quale, in occasione dell'intervento alla 53esima Assemblea dell'ABI del 10 luglio 2013, ha tenuto a precisare che il declassamento di S&P appare già superato dai fatti, denunciandone l'incapacità di cogliere gli effetti delle recenti misure del Governo. Cfr. tra gli altri, l'editoriale pubblicato su repubblica.it nel giorno 9 luglio 2013, dal titolo «Standard&Poor's, taglia il giudizio. L'Italia a un passo dalla "spazzatura"».

<sup>205</sup> Cfr. SACCOMANNI, *op. loc. ult. cit.*

<sup>206</sup> Ci si riferisce, a titolo esemplificativo, alle notizie diffuse da S&P, all'indomani delle elezioni statunitensi dello scorso novembre 2012, riguardanti un possibile aggravio della situazione dell'intero Paese. In proposito,



Sicché, l'individuazione di specifici canoni operativi in sede di regolazione speciale appare come l'unica via percorribile per limitare l'influenza che tali agenzie esercitano sull'andamento dell'intero mercato economico e finanziario. In tempi recenti, tale orientamento ha contraddistinto le posizioni assunte sia dal legislatore, sia dalla dottrina, entrambe protese verso il soddisfacimento di un comune obiettivo, quale deve ritenersi la diminuzione del fenomeno della *reliance* sui giudizi di *rating*.

Non è casuale, infatti, che in ambito europeo si sono stabiliti oneri comportamentali stringenti in capo ai soggetti specializzati ed al contempo sono state prospettate molteplici ipotesi risolutive della problematica in parola. Al riguardo, vengono in considerazione talune proposte formulate in sede tecnica, nelle quali si ipotizza l'introduzione di agenzie dedite *in via esclusiva* alla elaborazione di *rating* sovrani; agenzie che, ove identificabili con istituzioni pubbliche, devono ritenersi altamente credibili e, dunque, sottratte a possibili forme di influenza rivenienti da collegamenti ad interessi di natura privatistica<sup>207</sup>.

Sembrano evidenti, tuttavia, i limiti di tale ipotesi ricostruttiva della legittimazione interventistica delle agenzie nei confronti di Stati sovrani. Ciò in considerazione della possibilità che, nel tempo, emergano inefficienze operative in capo alle società in parola; a prescindere da eventuali problematiche inerenti vuoi alle modalità con le quali esse si propongono sul mercato, vuoi al grado di indipendenza (dagli interessi politici e governativi) con cui agiscono, donde la prospettiva di implicazioni negative a livello di accuratezza dei giudizi dalle stesse emessi.

---

cfr. CAPRIGLIONE, in una intervista rilasciata il 7 novembre 2012 al programma radiofonico "Baobab", disponibile su rai.tv. Si veda, altresì, l'editoriale di FERRI, «Le agenzie di rating bocciano ancora Obama?», visionabile su <http://www.giornalettismo.com/archives/588273/>

<sup>207</sup> Cfr. MOODY'S INVESTOR SERVICE, *Una soluzione al dibattito sulle agenzie di rating*, 22 marzo 2012, disponibile su [www.moodys.it](http://www.moodys.it); COFFEE, *Ratings reform: The good, the bad, and the ugly*, in *Harvard Business Law Rev.*, 2011, p. 231 ss., ed in particolare, p. 256.