

**DIPARTIMENTO DI SCIENZE POLITICHE**

**Cattedra di Diritto dell'Economia**

**Informazione economica, agenzie di *rating* e (rischi di)  
manipolazione del mercato**

RELATORE

Prof.Luigi Alla

CANDIDATA

Rebecca Dadusc

Matricola 084052

**ANNO ACCADEMICO 2018/2019**

*A mia mamma, che mi ha insegnato a volare con le sue stesse ali.*  
*A mio papà, che mi ha insegnato la bontà con le sue stesse azioni.*  
*A mio fratello, che mi ha insegnato la tenacia della vita con la sua stessa  
sfida, l'autismo.*

## Indice

<b>INTRODUZIONE</b>	3
---------------------	---

### Capitolo I

#### L'ATTIVITÀ DEL *RATING* E DELLE AGENZIE

1.1	Il peso dell'informazione nel mercato finanziario	9
1.2	Definizione, nascita e sviluppo delle agenzie di <i>rating</i>	11
1.3	Le funzioni dell'attività di <i>rating</i>	13
1.4	Il processo di determinazione del <i>rating</i>	16
1.5	Tipologie, scale e simbologie di <i>rating</i>	19

### Capitolo II

#### LA REGOLAMENTAZIONE DELLE AGENZIE DI *RATING*

##### Sezione 1- La regolamentazione statunitense

2.1	La regolamentazione delle agenzie di <i>rating</i> in America	23
2.2	La regolamentazione dopo la crisi del 1929	25
2.3	La normativa <i>post</i> 1970	26
2.4	Il contributo dell' <i>International Organization of Security Commission</i>	27
2.5	Il <i>Credit Rating Agencies Reform Act</i>	29
2.6	Il ruolo delle agenzie di <i>rating</i> nella crisi del 2008	30
2.7	Gli interventi di <i>policy</i> in risposta alla crisi	33
2.8	Il <i>Dodd-Frank Act</i>	36

##### Sezione 2- La regolamentazione europea

2.1	L'intervento normativo nell'Unione Europea	38
2.2	L'accordo di Basilea II	40

2.3 La regolamentazione europea dopo il 2008	43
2.3.1 Il regolamento (CE) n.1060/2009	44
2.3.2 Il regolamento (UE) n. 513/2011	46
2.3.3 Il regolamento (UE) n.462/2013	48

## **Capitolo III**

### **LA RESPONSABILITÀ CIVILE DELLE AGENZIE DI *RATING***

3.1 Inquadramento del problema	50
3.2 Il danno da informazione economica inesatta	52
3.3 I profili di responsabilità delle agenzie e la risarcibilità del danno da informazione inesatta	54
3.4 L'art. 35- <i>bis</i> del Regolamento CE n. 1060/2009	56
3.5 Il reato di <i>Market Abuse</i>	58
3.6 Declassamenti del <i>rating</i> e manipolazione del mercato: sentenza di assoluzione per <i>Standard &amp; Poor's</i>	61

<b>CONCLUSIONI</b>	65
--------------------	----

<b>ABSTRACT</b>	67
-----------------	----

<b>BIBLIOGRAFIA</b>	71
---------------------	----

<b>SITOGRAFIA</b>	73
-------------------	----

## INTRODUZIONE

Sono trascorsi undici anni ormai dalla data di chiusura definitiva (15 settembre 2008) di uno dei primi operatori nel mercato statunitense dei titoli di Stato, la società *Lehman Brothers*. Quella che è passata alla storia come la più grande bancarotta nel sistema finanziario americano, ha dato definitivamente il via ad una crisi già preannunciata- e contrastata- alla fine dell'estate 2007, ricordata al giorno d'oggi con l'espressione di "Grande recessione". Il fallimento della *Lehman Brothers*, infatti, fu solo l'ultimo di diversi eventi –conclamati e non- che portarono ad un punto di non ritorno, segnando in maniera indelebile la storia globale. In questo modo, come una macchia d'olio che si allarga lungo la sua circonferenza, la crisi – nata in America- iniziò irrimediabilmente a diffondersi a livello mondiale, raggiungendo punti di contrazione negativi paragonabili solo a quelli registrati nel 1929. E allora c'è un detto che al meglio descrive, probabilmente, questa situazione: "Non si può fermare un fiume con una mano". Il fiume in piena in questione trascinava difatti con sé numerosi detriti, allegoricamente identificabili in tutti quelli che erano i problemi e le lacune del mercato in quell'epoca. Primo fra tutti: la corretta informazione. Capace di rendere noto l'ignoto e di superare l'incertezza che un individuo potrebbe avere davanti al compimento di un'azione<sup>1</sup>, l'informazione è ad oggi considerata un vero e proprio bene giuridico<sup>2</sup>, di certo immateriale e *sui generis*, ma comunque con valenza giuridica e bisognoso di tutela e protezione (basti pensare alla protezione della privacy, dei diritti d'autore o di un brevetto). Ciò però non è sufficiente. L'informazione infatti non si pone solo come oggetto di tutela, bensì diventa anche fonte di responsabilità tra colui che la fornisce e colui che ne beneficia, proponendo nella migliore delle ipotesi il raggiungimento della scelta ottimale del secondo o comunque un suo arricchimento personale. Tuttavia nella società odierna, definita non a caso con la locuzione "società dell'informazione"<sup>3</sup>, sembra essere sempre più complesso uno scambio corretto ed esaustivo di informazioni. Si potrebbe pensare però come, in qualche modo, questo problema sia anche fisiologico. Avendo infatti allargato i confini dell'azione umana

---

<sup>1</sup> De Pretis E. *La responsabilità delle agenzie di rating tra diritto europeo e soluzioni di diritto interno*. Dottorato di ricerca in Diritto Privato, Università degli Studi di Milano- Bicocca, 2013.

<sup>2</sup> Ai sensi dell'art. 810 cod. civ. «sono beni le cose che possono formare oggetto di diritti».

<sup>3</sup> Zeno Zencovich V. *Profili di uno statuto dell'informazione economica e finanziaria*, in *Diritto dell'informazione e dell'informatica*. 2005.

oltreoceano con l'obiettivo di studiare, o almeno conoscere, ogni sfera dell'essere, la quantità di informazioni ad oggi acquisite non è umanamente decifrabile. Diventa allora più semplice comprendere come possa esserci qualcosa che ancora sfugga alla comprensione umana e che, in alcuni campi, incertezza ed incompletezza dell'informazione sono inevitabili. Se però davanti all'aleatorietà dell'informazione l'azione umana non ha – almeno per ora – potere di controllo, l'individuo può comunque sperare che colui che fornisca i dati operi nel modo più corretto possibile, evitando quindi di dar adito a situazioni di personale tornaconto. A tal proposito allora, non si parlerà più di “proteggere l'informazione” bensì di “proteggersi dall'informazione (inesatta)”<sup>4</sup>. Questa particolare dicotomia in materia di protezione è ravvisabile al meglio in quello che è il rapporto tra le agenzie di *rating* ed il pubblico: le prime infatti, ricoprendo il ruolo di “*gatekeepers*” ossia “guardiane del cancello”, si trovano nella posizione di poter decidere quali informazioni diffondere e con quali modalità, andando conseguentemente a modificare il reale “paniere” di scelte che un individuo potrebbe avere in una situazione di corretto funzionamento del mercato. Se da un lato questo meccanismo di filtraggio della realtà può essere d'ausilio davanti ad un'immateriale ed ingente mole di dati (si pensi ad un investitore inesperto intenzionato a compiere un'operazione sul mercato), dall'altro può essere però la causa di pericolose insidie, tanto più che, maggiore il *gatekeeper* è consapevole della sua influenza e maggiore è rischio che faccia prevalere altre logiche, al di là di quelle della corretta informazione. In un mercato progressivamente sempre meno trasparente come quello statunitense degli anni duemila, “opaco” a causa delle continue operazioni sul debito, vi era allora solo uno scopo da continuare a perseguire: assicurare emittenti ed investitori sulla validità dei titoli da loro posseduti che però di lì a breve, con lo scoppio della bolla, sarebbero crollati come un castello di carte. Il punto di osservazione di questo lavoro partirà proprio da questo contesto: come può l'informazione economica, insieme agli organismi che si occupano della sua diffusione, orientare e manipolare il mercato; quale e che tipo di regolamentazione è necessaria ed infine quale profilo di responsabilità si instaura in seguito alla formulazione – e conseguente pubblicazione – di dati inesatti.

---

<sup>4</sup> De Pretis E. *La responsabilità delle agenzie di rating tra diritto europeo e soluzioni di diritto interno*. Dottorato di ricerca in Diritto Privato, Università degli Studi di Milano- Bicocca, 2013.

Nel primo capitolo analizzerò innanzitutto il peso dell'informazione economica all'interno del mercato finanziario: pur essendo infatti questo un mercato immateriale, evidenzierò come una corretta informazione rappresenti l'ago della bilancia per il buon funzionamento del sistema: l'informazione regola i prezzi, orienta l'investitore e costituisce una garanzia. Nel secondo paragrafo, fornirò dapprima una definizione di *rating*, oggetto di questo elaborato, e successivamente tratterò un *excursus* in merito alla sua nascita negli Stati Uniti d'America e alla comparsa delle prime agenzie. Conclusa la parte storica, nel terzo e quarto paragrafo andrò a spiegare nel dettaglio il ruolo svolto da questi organismi di controllo ed in che modo questi portino avanti il processo di valutazione delle società emittenti. Nell'ultimo paragrafo infine, grazie anche all'aiuto di una tabella fornita dalle Tre Sorelle (*Moody's*, *Standard&Poor's* e *Fitch*) mostrerò le tipologie ed i livelli di rating assegnabili.

Il secondo capitolo si presenterà come il più denso e, forse complesso, dell'intero elaborato. All'interno di questo infatti porterò avanti una comparazione tra la regolamentazione statunitense e quella europea in materia di agenzie di rating, suddividendo entrambe a loro volta in due parti: la normativa disciplinante precedente lo scoppio della bolla speculativa e quella nata invece al termine della crisi. La ragione di questa mia suddivisione è stata quella di cercare di rendere il più chiaro ed ordinato possibile un processo che però ha mostrato negli anni numerose problematiche ed è stato infatti più volte soggetto di provvedimenti e modifiche, man a mano che il mercato si evolveva. Per quanto riguarda gli Stati Uniti, un contributo essenziale sarà dato dall'emanazione nel 2006, sotto le linee guida dell'*International Organization of Security Commission*, del *Credit Rating Agencies Reform Act*, rappresentando il primo documento ad aver regolamentato in maniera sistematica l'attività di rating; superata poi la fine della crisi, si è inaugurata per il paese una nuova fase di stipulazione di *policies* di controllo, come è ravvisabile dall'emanazione di diverse *Final Rules* da parte della SEC, culminata poi definitivamente con la stipulazione del *Dodd-Frank Act* nel 2010. Per quanto riguarda invece il versante europeo, se si assisterà all'inizio ad alcuni anni di autoregolamentazione dell'attività di *rating*, una forma embrionale di disciplina normativa, sulla base di quella adottata negli Stati Uniti, si presenterà *ex post* lo scoppio della bolla speculativa, definendosi poi una volta per tutte con la

stipulazione di tre Regolamenti, ossia il Regolamento CE) n.1060/2009, il regolamento (UE) n. 513/2011, ed infine il regolamento (UE) n.462/2013.

Conclusa la trattazione inerente l'iter regolamentare delle agenzie di *rating*, tornerò sul tema del ruolo rivestito dall'informazione economica e su come questa possa essere una causa di manipolazione del mercato. Il danno da informazione economica inesatta e da *market abuse* costituiscono infatti, ai sensi dell'art.35-*bis* del Regolamento 1060/2009, un tipo di illecito in seguito al quale l'emittente potrà chiederne il risarcimento, delineando dunque una disciplina omogenea ed univoca anche in materia di sanzione dei reati informativi. Affrontando il tema degli illeciti, risponderò inoltre al quesito in merito a quale tipo di responsabilità dovrà intervenire tra le controparti, arrivando però in ultima istanza a superare la distinzione contrattuale o extracontrattuale e parlando invece di "responsabilità ibrida", allo scopo di creare una disciplina omnicomprensiva che riunisca dunque tutte le ipotesi in cui può sorgere una responsabilità civile dell'agenzia di *rating*. Successivamente, focalizzerò la mia attenzione sulle conseguenze prodotte dai due illeciti sopra citati, distinguendo tra i profili di responsabilità verso un singolo individuo o una società chiusa ed i profili di responsabilità verso il pubblico. Quando si tratta di dar vita ad un rapporto con un ente pubblico, come potrebbe essere uno Stato, è necessario infatti tenere a mente come un danno da manipolazione del mercato possa provocare gravi effetti sull'economia di un paese, proponendo difatti una falsa rappresentazione della realtà ai suoi cittadini e stravolgendo conseguentemente le azioni finora intraprese. A tal proposito concluderò il mio elaborato analizzando una sentenza che ha riguardato in primis il nostro Paese, la sentenza n.837 pronunciata dal Tribunale di Trani nel 2017, la quale impugnava come capo d'accusa il fenomeno dei declassamenti dei titoli di Stato prodotto dall'agenzia di *rating Standard&Poor's* e che, pur non avendo prodotto nessuna condanna, ha rappresentato un momento difficile nel rapporto tra lo Stato e le agenzie.

# CAPITOLO I:

## LA FUNZIONE DEL *RATING* E DELLE AGENZIE

### *Premessa*

Il presente capitolo opererà in primis un *excursus* sulla natura del *rating*: dopo aver sottolineato l'importanza dell'informazione economica all'interno del mercato, si partirà con la spiegazione della sua stessa definizione, per poi porre attraverso le varie tappe della sua formazione, dalla nascita allo sviluppo pieno e concreto di oggi, caratterizzato dalla figura delle agenzie. Successivamente sarà fondamentale spiegare il ruolo e la funzione di queste ultime, necessarie per comprendere il processo con la quale esse attribuiscono la valutazione di *rating* sui titoli obbligazionari per conto delle diverse società emittenti; in ultima istanza verrà spiegata la scala standardizzata, tramite apposita tabella, in base alla quale le tre maggiori agenzie (*Moody's*, *Standard&Poor's* e *Fitch Ratings*) producono le loro valutazioni.

### *1.1 Il peso dell'informazione nel mercato finanziario*

I mercati finanziari si caratterizzano per essere dei luoghi immateriali. All'interno di questi avvengono innumerevoli attività, anch'esse immateriali: viene infatti scambiata una vastità eterogenea di prodotti finanziari, si favorisce la circolazione delle risorse economiche, se ne agevola il trasferimento “da coloro che le hanno accumulate attraverso il risparmio (gli investitori) a coloro che le richiedono per finanziare le proprie attività (le imprese che emettono strumenti finanziari)”<sup>5</sup> ed infine si assiste alla conclusione (o meno) di un investimento. Se infatti il meccanismo in questione procede correttamente, tutti i soggetti da questo coinvolti ne dovrebbero trarre beneficio, per cui, “gli emittenti riescono a reperire le risorse loro necessarie a realizzare i propri progetti, gli investitori ottengono la restituzione del loro capitale maggiorato di una remunerazione.”<sup>6</sup> Non sempre però

---

<sup>5</sup> De Pretis E. *La responsabilità delle agenzie di rating tra diritto europeo e soluzioni di diritto interno*. Dottorato di ricerca in Diritto Privato, Università degli Studi di Milano- Bicocca, 2013.

<sup>6</sup> Ibid.

questo avviene. La componente infatti di aleatorietà che caratterizza questi mercati (sia per i processi che avvengono al suo interno sia per il tipo di merci scambiate) può essere controllata e disciplinata in due modi: il primo, tramite una regolamentazione *ad hoc* intenta a coprire tutte le sue eventuali insidie da parte di autorità vigilanti, il secondo invece tramite l'assegnazione a tutti i soggetti che vi operano all'interno di strumenti necessari capaci di garantire loro una corretta ed efficiente operatività. Uno di questi strumenti è senza ombra di dubbio l'informazione, che si presenti però in maniera semplice, chiara ed intellegibile ad un pubblico eterogeneo di persone. Se l'informazione in chiave generale rappresenta una così preziosa fonte, allora ancora di più lo è l'informazione finanziaria (De Pretis, E.2013). Una corretta informazione finanziaria rappresenta difatti l'ago della bilancia di un buon funzionamento del mercato: essa orienta gli investitori, regola e modifica i prezzi, costituisce una garanzia per le controparti contrattuali (emittenti ed investitori) ed elimina tutte quelle situazioni che possono dar vita ai cosiddetti "fallimenti di mercato" (questo tema verrà poi approfondito nel par.1.3). Si potrebbe assumere dunque come l'integrità del mercato finanziario stesso sia garantita dall'informazione.

Un ruolo chiave in questa questione è rappresentato poi dai cosiddetti "*market gatekeepers*", che, come anticipato nell'introduzione, sono soggetti capaci di orientare, incentivare o disincentivare le scelte e le operazioni degli investitori. All'interno di questa categoria rientrano senz'altro le agenzie di *rating*, protagoniste dell'intero elaborato. In un mercato così labile, pieno di insidie e poco trasparente, sia che si tratti di un investitore esperto sia che si tratti di qualcuno alle prime armi, possedere delle informazioni corrette e garanti del rischio è una *conditio sine qua non* il mercato possa sopravvivere. Qualora infatti dovesse avvenire una perdita, a livello ipotetico, del risparmio dell'investitore, ne risentirà non solo quest'ultimo – il cui risparmio era probabilmente frutto di anni di accumulo di denaro – ma anche il mercato stesso: la perdita di credibilità, dovuta alla mancanza di trasparenza e sicurezza nelle informazioni finanziarie, provoca essa stessa un'involuzione del mercato. Nei capitoli seguenti verrà allora definito in maniera chiara il ruolo delle agenzie di *rating* e come queste, tramite i loro giudizi, possano indirizzare gli investitori.

## 1.2 *Definizione, nascita e sviluppo delle agenzie di rating*

Prima di entrare nel dettaglio con la spiegazione delle funzioni e delle modalità di lavoro delle agenzie di *rating*, è necessario innanzitutto fornire una definizione puntuale e corretta del termine *rating*, al fine di comprendere al meglio in seguito la natura delle agenzie di *rating*. Ai sensi del Regolamento (CE) n. 1060/2009, art. 3, comma 1, lett. a)<sup>7</sup>, il legislatore definisce il *rating* del credito 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, emessi utilizzando un sistema di classificazione in categorie di *rating* stabilito e definito”. Si tratta dunque di una valutazione, elaborata ed espressa da agenzie specializzate (le agenzie di *rating* per l’appunto), sulla capacità di un debitore (una società, uno Stato o un ente pubblico) di pagare o meno i debiti contratti. In virtù di ciò, il loro ruolo, come si vedrà più in seguito, sarà dunque principalmente collegato alla riduzione delle asimmetrie informative<sup>8</sup>. Quando si parla di asimmetria informativa, si fa riferimento a quella “condizione che si verifica nel mercato quando uno o più operatori dispongono di informazioni più precise di altri”<sup>9</sup>, andando ovviamente ad inficiarne non solo sul buon funzionamento di un’operazione o di un investimento bensì soprattutto sul risultato e sulla prestazione di quest’ultimo.

Una volta chiarita la definizione di agenzia di *rating*, è opportuno condividere con il lettore alcuni cenni riguardanti la storia di questi organismi, a partire proprio dalla loro nascita, avvenuta negli Stati Uniti d’America agli inizi del XX secolo<sup>10</sup>. Per il paese si trattava di anni di profondo cambiamento a livello tecnologico, sociale ma soprattutto economico contraddistinti da una rapida e dinamica espansione con la diretta conseguenza di un’immediata prosperità delle imprese americane operanti in quegli anni. Considerata allora la maggiore volontà di investimento nei settori della produzione (in particolare quella ferroviaria), era necessario trovare una fetta più ampia di imprese interessate, senza

---

<sup>7</sup> Consultabile sul sito: <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2009:302:0001:0031:IT:PDF>.

<sup>8</sup> Per la spiegazione delle ulteriori funzioni dell’attività di *rating* si rimanda al paragrafo 1.2.

<sup>9</sup> Nicodano, G. *Asimmetria Informativa* In "Dizionario Di Economia E Finanza", *Treccani.It*, 2012.

<sup>10</sup> De Pretis E. *La responsabilità delle agenzie di rating tra diritto europeo e soluzioni di diritto interno*. Dottorato di ricerca in Diritto Privato, Università degli Studi di Milano- Bicocca, 2013.

alcuna differenziazione sulla loro natura od operato, le quali però, per convincersi ad investire, avrebbero avuto *bisogno* della piena sicurezza sulla validità e la bontà della loro futura operazione. È a cavallo tra queste due fasi (espansione del mercato e necessità di nuovi investimenti) che inizia a palesarsi l'idea di dover adottare strumenti che potessero ridurre al minimo la distanza informativa tra gli innumerevoli attori presenti adesso sul mercato. La nascita delle agenzie di *rating* è stata allora l'idea giusta al momento giusto in risposta ad un'evoluzione sempre più rapida del mercato economico non solo in termini di quantità di merci scambiate ma soprattutto in virtù della nuova distanza che si stava introducendo tra i vari operatori commerciali<sup>11</sup>. Livello di affidabilità, merito di credito (*creditworthness*)<sup>12</sup> e livello di rischio di insolvenza sono, ad esempio, tre dei principali indici necessari da analizzare al momento della decisione di investimento da parte delle controparti contrattuali (De Pretis E., 2013) e viene da sé come allora, per poter fare delle previsioni realistiche e razionali, si avesse il *bisogno* di ridurre al massimo le probabili asimmetrie informative in merito a questi tre indici, così da non incorrere in errori sulla valutazione delle emissioni (De Pretis E., 2013). Date queste circostanze, di grande importanza è stato l'operato di Henry Vanrum Poor, avvocato ed imprenditore, fondatore della stessa agenzia di *rating* *Standard & Poor's*, che con la pubblicazione del documento *History of Railroads and Canals in the United States*<sup>13</sup> (Storia finanziaria delle ferrovie e dei canali degli Stati Uniti) ha dato concretamente inizio all'attività di *rating*, a seguito dei risultati ottenuti con degli investimenti nel settore ferroviario. L'imprenditore infatti si è sempre battuto lungo il corso del suo lavoro per la pubblicazione obbligatoria da parte delle aziende dei propri bilanci e dei propri movimenti, anche in vista di una futura partecipazione di nuovi investitori, e per questa ragione, periodicamente, Henry Vanrum Poor e suo figlio Henry William aggiornavano un manuale contenente diverse informazioni riguardanti le operazioni finanziarie della compagnia, operazione che poi ha dato vita alla creazione, da parte del figlio, di indici chiari, trasparenti e comprensibili alla maggior parte degli interessati, che si sarebbero poi definitivamente perfezionati immediatamente dopo la nascita della *Standard & Poor's*. In

---

<sup>11</sup> Precedenti allo sviluppo delle moderne agenzie di *rating*, vi sono state le “mercantile *credit agencies*”, paragonabili alle agenzie di informazioni commerciali in Italia, nate nello stesso periodo con il fine di “fornire ai propri clienti, dietro compenso, delle informazioni sulla solvibilità e moralità dei commercianti” Di Nola Angelo. *Le agenzie d'informazioni commerciali e la loro responsabilità civile*, 1904.

<sup>12</sup> Amorosino S. *Rilevanze pubblicistiche dell'attività di rating finanziario*, 2012.

<sup>13</sup> Henry V Poor. *Influence Of The Railroads Of The United States In The Creation Of Its Commerce And Wealth* (New York: Journeymen Printers' Co-operative Association, 1869).

realtà però, il primo vero modello di attività di *rating* è da attribuire<sup>14</sup> a John Moody quando, nel 1909, pubblicò il primo *rating manual* (intitolato *Moody's Analysis of Railroad Investments*<sup>15</sup>) e cominciò così ad organizzare la nascita di quella che venne classificata come prima di agenzia di *rating* del credito della storia. L'innovazione di Moody risiedeva nella capacità di offrire ai vari investitori informazioni sempre aggiornate (in particolare a proposito della solidità delle obbligazioni emesse dalle imprese ferroviarie) tanto che queste divennero “vere e proprie certificazioni”<sup>16</sup>, capaci poi di orientare l'operato degli investitori. L'esempio di *Moody's* divenne quasi immediatamente riprodotto da *Poor's Publishing Company* nel 1916, da *Standard Statistics Company* nel 1922 e successivamente da *Fitch Publishing Company* nel 1924; nel 1942 infine *Poor's* e *Standard* si fusero, dando vita all'agenzia di *rating* omonima<sup>17</sup>.

### 1.3 Le funzioni dell'attività di *rating*

Descritta brevemente la nascita e l'evoluzione del fenomeno di *rating*, concretizzatosi poi con la creazione delle agenzie, occorre adesso spiegare dove risiede l'importanza di quest'attività, qual è il suo ruolo all'interno del mercato finanziario e quali sono le sue funzioni. Come già precedentemente accennato, l'attività di *rating* consiste nel valutare, giudicare e classificare (*to rate*) “l'affidabilità creditizia di un'emittente, in base a categorie standard ponendo l'attenzione sul relativo rischio del singolo titolo”<sup>18</sup>. Il prodotto di questa attività sarà quindi la formulazione di una valutazione (*rating*) sull'ipotesi analizzata, da qui l'espressione *rating* del credito (*credit rating*), che terrà conto di due indici: “la probabilità di insolvenza (PD, *probability of default*) e la perdita attesa in caso di insolvenza (LGD, *loss given default*)”<sup>19</sup>. Diventa chiaro allora come la funzione delle agenzie di *rating* sia imprescindibile per l'analisi finanziaria del mercato, in quanto non solo queste si pongono come intermediarie di informazioni necessarie per

---

<sup>14</sup> De Pretis E. *La responsabilità delle agenzie di rating tra diritto europeo e soluzioni di diritto interno*. Dottorato di ricerca in Diritto Privato, Università degli Studi di Milano- Bicocca, 2013.

<sup>15</sup> John Moody. *Moody's Analyses Of Investments Steam Railroads*, 1916

<sup>16</sup> Ferri, Giovanni e Lacitignola Punziana. *Le agenzie di rating*. Il Mulino, 2014.

<sup>17</sup> De Pretis E. *La responsabilità delle agenzie di rating tra diritto europeo e soluzioni di diritto interno*. Dottorato di ricerca in Diritto Privato, Università degli Studi di Milano- Bicocca, 2013.

<sup>18</sup> Ferri, Giovanni e Lacitignola Punziana. *Le agenzie di rating*. Il Mulino, 2014.

<sup>19</sup> Hunt J.P. *Credit Rating Agencies and the 'Worldwide Credit Crisis': The Limits of Reputation, the Insufficiency of Reform, and a Proposal for Improvement*, 2008. Columbia Business Law Review.

lo studio e la valutazione del rischio di un'operazione, ma diventano anche potenti strumenti di regolamentazione. Le tre funzioni principali del *rating* (e delle agenzie) sono infatti<sup>20</sup>:

1. Riduzione delle asimmetrie informative: come già spiegato precedentemente nel paragrafo 1.1, il ruolo principale delle agenzie e dell'attività di *rating* risiede nel minimizzare, se non colmare, questo gap informativo tra emittenti ed investitori che non a caso viene ricondotto tra i cosiddetti “fallimenti di mercato”<sup>21</sup>, ovvero situazioni in cui il mercato non riesce a raggiungere, a causa della presenza di questi fattori, il benessere sociale o ottimo paretiano. Le asimmetrie informative si possono poi suddividere in due diverse fattispecie<sup>22</sup>:

- i) La selezione avversa (o *adverse selection*), quando una delle due parti contraenti (l'emittente) possiede maggiori informazioni riguardo al bene in questione e di conseguenza l'investitore potrà determinare la solvibilità del debito solo al momento del credito da parte dell'emittente;
- ii) L'azzardo morale (o *moral hazard*), quando, conclusa la trattazione, l'emittente decide di comportarsi in maniera diversa da quanto stabilito con l'investitore sfruttando quindi la presenza dell'asimmetria informativa tra le due controparti, soprattutto se l'ultimo non può controllare l'operato del primo;

L'utilità ed il guadagno che infatti si potrebbe avere a fronte di un corretto svolgimento di attività da parte dell'agenzia di *rating* è riscontrabile in entrambe le due fette di mercato sopracitate (De Pretis E.,2013): per quanto riguarda la prima, gli investitori, disponendo di una maggiore quantità di informazioni (corrette e verificate), potranno calibrare al meglio le loro scelte; per quanto riguarda la seconda, è interesse delle stesse imprese

---

<sup>20</sup> Scarito S. *La regolazione delle agenzie di rating e il funzionamento dei mercati finanziari: dall'over-reliance al downgrade dei loro giudizi*, dottorato di ricerca in Gestione Bancaria e Finanziaria, Università degli studi di Roma La Sapienza, 2014.

<sup>21</sup> Giudici P. *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*. Giuffrè, Milano, 2008.

<sup>22</sup> De Pretis E. *La responsabilità delle agenzie di rating tra diritto europeo e soluzioni di diritto interno*. Dottorato di ricerca in Diritto Privato, Università degli Studi di Milano- Bicocca, 2013.

ridurre le asimmetrie informative così da permettere un equo accesso anche alle imprese meno note al pubblico della domanda.

2. Funzione di certificazione: in questo ambito, le agenzie di *rating* non solo possono assegnare una valutazione di credito (*credit rating*) sul titolo emesso, ma hanno anche la possibilità di rilasciare una “licenza” per l’accesso al mercato dei capitali, garantendo però allo stesso tempo la regolamentazione della sorveglianza all’interno del mercato. Le due funzioni, quella di riduzione delle asimmetrie informative e questa di certificazione sono profondamente collegate tra loro e, più nello specifico, la funzione di informazione è necessaria per quella di certificazione<sup>23</sup>, in virtù del fenomeno della selezione avversa spiegato nel paragrafo 1.2 lett. i); l’emittente infatti, a causa di ciò, “non è in grado di trasmettere ad un basso costo le informazioni circa il suo rischio di credito all’investitore, che inoltre non si fida dell’affidabilità di tali informazioni. Così questi ultimi richiedono un premio per il rischio, che aumenta il costo della transazione, cioè il tasso d’interesse pagato dall’emittente”<sup>24</sup>. Di conseguenza, i diversi emittenti con un basso rischio di credito potrebbero allora non essere in grado di ottenere alcun tipo di credito, dando vita ad un fenomeno di selezione avversa.
3. Funzione di normalizzazione: come in statistica dove la normalizzazione consiste essenzialmente nel limitare l’escursione di un insieme di valori entro un certo intervallo predefinito (Rocco, 2013), questa, nell’ambito del *rating*, fa riferimento alla possibilità di monitorare l’intero ciclo di vita dei titoli emessi, così da avere una visione completa del mercato azionario ed evitare allo stesso tempo che l’emittente possa comportarsi in maniera opportunistica rispetto a quanto pattuito dal contratto con l’investitore, incorrendo nel fenomeno del *moral hazard*, (precedentemente spiegato nel paragrafo 1.2 lett. ii).

Quale che sia la funzione per la quale è impiegato l’uso del *rating*, (fine regolamentare od indicatore di bontà di un investimento), questo dovrà essere condotto

---

<sup>23</sup> De Pretis E. *La responsabilità delle agenzie di rating tra diritto europeo e soluzioni di diritto interno*. Dottorato di ricerca in Diritto Privato, Università degli Studi di Milano- Bicocca, 2013.

<sup>24</sup> Ferri, Giovanni e Lacitignola Punziana. *Le agenzie di rating*. Il Mulino, 2014.

“in maniera corretta, trasparente, professionale ed imparziale”<sup>25</sup>. Per questo motivo, dovranno essere rispettati una serie di requisiti, sia organizzativi che operativi, quali: “oggettività di giudizio, assenza di conflitti di interesse, reputazione sul mercato, verifica periodica dei giudizi e trasparenza delle metodologie e dei *rating*”<sup>26</sup>. Tenute a mente queste linee guida, nel prossimo paragrafo verrà esplicitato il processo di determinazione ed assegnazione del *rating*,

### 1.4 Il processo di determinazione del *rating*

Il processo di determinazione e, successivamente, di assegnazione del *rating* ha una durata media di 4-6 settimane; solitamente la valutazione ha inizio a seguito di una richiesta da parte dell'emittente (si parla a questo proposito di *solicited rating*), al contrario qualora non dovesse avvenire sotto sollecitazione si parla di *unsolicited rating*. In particolare, il processo di assegnazione del *rating* si articola in diverse fasi, quali:

- raccolta dei dati;
- analisi dei dati,
- raccolta di documenti e altre informazioni relative all'emittente;
- emissione del *rating*;
- pubblicazione del *rating*;
- monitoraggio del *rating*<sup>27</sup>.

Come è stato già precedentemente annunciato, il processo inizia con l'incarico all'agenzia da parte dell'emittente, per poi essere affidato ad un *team* specifico per l'analisi (Scarito S.,2014). Solitamente il compito di studiare la situazione economico-finanziaria dell'emittente è affidato ad uno o più analisti e, acquisiti dati ed informazioni, essi sono incaricati di formulare una proposta di *rating*, per poi essere sottoposta ad un comitato per

---

<sup>25</sup> Facci G. *Il rating e la circolazione del prodotto finanziario: profili di responsabilità*, in *Resp. civ. e prev.*, 2007.

<sup>26</sup> Banca d'Italia. *Istituzioni di vigilanza per le banche*, Circolare n.229, 1999, Paragrafo 2, titolo II, capitolo I, sez. VIII.

<sup>27</sup> Scarito S. *La regolazione delle agenzie di rating e il funzionamento dei mercati finanziari: dall'over-reliance al downgrade dei loro giudizi*, dottorato di ricerca in Gestione Bancaria e Finanziaria, La Sapienza, 2014.

l'approvazione.<sup>28</sup> In particolare, l'esame degli analisti (*analytical team*) si basa su informazioni pubbliche o private, fornite dall'emittente durante gli incontri con l'agenzia e/o mediante la somministrazione di questionari. Le informazioni possono essere sia di tipo quantitativo sia di tipo qualitativo con un particolare focus rivolto a temi come ad esempio: *governance*, *management*, posizione competitiva, rete distributiva (Scarito S.,2014). Il giudizio formulato dall'agenzia si caratterizza per essere un giudizio “*through the cycle*” ovvero “attraverso il ciclo economico” in quanto la valutazione delle agenzie di *rating* ha il compito (in virtù della funzione di normalizzazione, cfr. paragrafo 1.2, punto 1) di studiare e monitorare tutte le probabili oscillazioni economico-finanziarie sul mercato azionario che potrebbero apporre degli obblighi di rimborso diversi all'emittente<sup>29</sup>. Conclusa questa fase, l'analisi ed i vari documenti raccolti in precedenza sono racchiusi all'interno di un *report*, confermato da un comitato ad hoc il quale approverà un giudizio ultimo, in presenza anche degli analisti del *team* tecnico. Successivamente, il *report* contenente il giudizio è consegnato all'impresa emittente “la quale può richiedere un'eventuale revisione ovvero un processo di appello dietro consegna all'agenzia di ulteriori informazioni di cui tener conto”<sup>30</sup>. A questo punto l'impresa emittente può operare in tre modi diversi: il primo che consiste nell'acconsentire alla pubblicazione del *rating* tramite comunicato stampa e tramite i principali canali di comunicazione finanziaria (Scarito S.,2014), il secondo che invece prevede l'ipotesi secondo cui, qualora l'impresa non dovesse essere d'accordo con la pubblicazione del giudizio, l'agenzia dovrà rispettare il *confidential rating*<sup>31</sup> e quindi non provvedere alla divulgazione, il terzo infine che consiste nel ritiro del *rating* “qualora l'agenzia ritenga insufficienti le informazioni disponibili, eventualmente anche perché l'emittente si sia rifiutata di fornirle, o anche quando l'emissione cui esso si riferisce scade o è rimborsata”<sup>32</sup>; in questo caso si parlerà di *withdrawal* (Tallini A.,2014).

---

<sup>28</sup> Per approfondire questa fase del processo, essendo questo descritto sulla base delle regole seguite dall'agenzia di *rating* di nome Moody's, si rimanda al sito web dell'agenzia, all'indirizzo: <http://www.moody.com/ratingsprocess/How-to-Get-Rated/002001>.

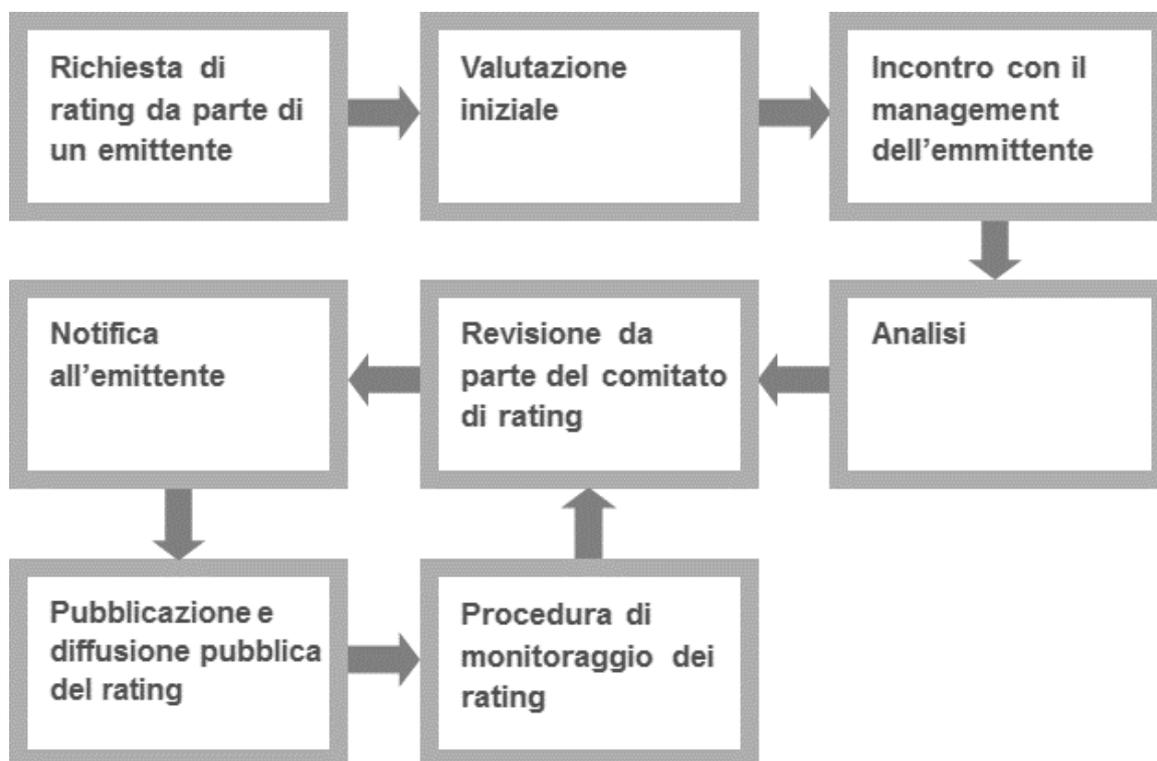
<sup>29</sup> Scarito S. *La regolazione delle agenzie di rating e il funzionamento dei mercati finanziari: dall'over-reliance al downgrade dei loro giudizi*, dottorato di ricerca in Gestione Bancaria e Finanziaria, La Sapienza, 2014.

<sup>30</sup> Ibid.

<sup>31</sup> Tallini, A. *La responsabilità civile delle agenzie di rating*. Tesi di Laurea presso Università degli studi di Roma Tor Vergata.

<sup>32</sup> Linciano N. *L'impatto sui prezzi azionari delle revisioni dei giudizi delle Agenzie di Rating. Evidenza per il caso italiano*, in Quaderni di Finanza studi e ricerche, 2004.

Figura 1.1 Il processo di assegnazione del rating secondo l'agenzia Standard&Poor's<sup>33</sup>



Come si può riscontrare nell'immagine, terminata la fase di pubblicazione e diffusione pubblica del *rating*, inizia il cosiddetto processo di sorveglianza (*surveillance*) che consiste in un'analisi continua dei dati della società, posta nella *watchlist*, del suo settore e della circostanza territoriale in cui opera (Tallini, A. 2014). Per questa ragione sono infatti previsti per le imprese degli incontri annuali con il *management*, durante i quali possono essere riscontrati mutamenti non solo nell'ambito finanziario del mercato azionario, ma anche a livello istituzionale e sociale<sup>34</sup>. Qualora fossero presenti dei cambiamenti all'interno della società che potrebbero produrre risultati diversi rispetto alla valutazione iniziale, si provvede all'aggiornamento del *rating* tramite diffusione periodica di un comunicato; l'eventuale modifica del giudizio dovrà ovviamente essere approvata dal comitato di *rating* (Scarito, S. 2014). Al termine di questa fase di monitoraggio del

<sup>33</sup> Standard & Poor's Financial Services LLC. "Come Funziona Il Processo Di *Rating* E Il Monitoraggio". *Spratings.com*

<sup>34</sup> Mancinelli L. *L'assegnazione di rating da parte delle Agenzie: significato, implicazioni e principali aspetti critici*. Bancaria, 2005.

*rating*, l'*outlook* (denominazione tecnica per descrivere lo stato di controllo a cui è sottoposta la società emittente), potrà essere:

- positivo, se prevede un incremento del livello di *rating*;
- negativo, se prevede un peggioramento del livello di *rating*;
- in evoluzione (*developing*), se per il momento non è possibile stabilire l'andamento del *rating*;<sup>35</sup>

Infine, a conclusione del processo di revisione, la valutazione potrà essere:

- *rating affirmed*, se confermata;
- *upgrading*, se migliorata;
- *downgrading*, se peggiorata<sup>36</sup>;

## 1.5 Tipologie, scale e simbologie di rating

Le tipologie di *rating* possono essere distinte in due diversi gruppi: *credit ratings*, relativi alla valutazione del merito di credito, e *non credit ratings*, relativi alla valutazione di altre componenti di rischio<sup>37</sup>. A loro volta, i *credit ratings* si articolano in varie categorie a seconda di:

- oggetto del *rating*;
- orizzonte temporale (lungo termine o breve termine);
- valuta di riferimento (domestica o estera);

Inoltre, alcune agenzie rilasciano valutazioni sia sulla solvibilità di una società, senza quindi fare riferimento ad uno specifico titolo obbligazionario (*issuer credit ratings*), sia sulla solvibilità relativa a una specifica emissione (*issue specific credit ratings*), applicando quindi una distinzione (ormai non più così netta) a seconda di che si parli

---

<sup>35</sup> Scarito S. *La regolazione delle agenzie di rating e il funzionamento dei mercati finanziari: dall'over-reliance al downgrade dei loro giudizi*, dottorato di ricerca in Gestione Bancaria e Finanziaria, Università degli studi di Roma La Sapienza, 2014.

<sup>36</sup> Ibid.

<sup>37</sup> Linciano N. *L'impatto sui prezzi azionari delle revisioni dei giudizi delle agenzie di rating. Evidenza per il caso italiano*. Quaderni di Finanza, Commissione Nazionale per la Società e la Borsa (CONSOB), 2014.

di società emittente *in toto* o solo di un'emissione azionaria in particolare (Linciano, N. 2004)<sup>38</sup>.

Successivamente, per ciascuna delle tipologie di *rating* menzionate in precedenza, la valutazione ricade in una delle due macro categorie, ossia *investment grade* e *speculative grade*. Per quanto riguarda questa prima categoria, essa “si basa esclusivamente sulla natura del titolo analizzato, tenendone in considerazione il rischio di credito, senza includere parametri di natura temporale o simili”<sup>39</sup>, e include indicatori di affidabilità di azioni o altri strumenti finanziari che, all'interno dei gradi di giudizio, ricoprono le posizioni dalla 1° alla 10°. Questo perché rientrano all'interno dell'*investment grade* tutte le società emittenti il cui rischio di insolvibilità basso per cui l'investitore avrà alta probabilità di ricevere interessi o capitali a scadenza<sup>40</sup>. Al contrario, lo *speculative grade*, racchiude gli indicatori di *rating* dalla 11° alla 26°, classificando al suo interno tutti i giudizi relativi a società che si caratterizzano per una struttura economico finanziaria poco solida, che lascia quindi presagire una probabile insolvenza da parte dell'emittente. Di conseguenza, l'appartenenza dei titoli emessi a questa categoria “ne vieta la sottoscrizione agli investitori istituzionali essendo concreto il pericolo di *default*, ritenuto possibile dal primo *step* della fascia *speculative*, via via a crescere fino all'ultimo.”<sup>41</sup>

Nonostante ogni agenzia usi scale differenti di giudizio, tipicamente si distinguono due scale standardizzate a seconda dell'orizzonte temporale preso in considerazione per valutare la capacità di credito dell'emittente: si avranno quindi scale di breve periodo (in riferimento ad investimenti con scadenza minore di un anno) e scale di lungo periodo superiori invece a 12 mesi.

La sistemazione delle valutazioni lungo questa scala decrescente chiarisce in che modo interpretare i *rating* (Lamacchia Acito B., 2013). Questi infatti non hanno un significato assoluto, ma sempre in riferimento alla posizione da loro ricoperta

---

<sup>38</sup> Tale distinzione viene esplicitamente sottolineata da *Standard&Poor's* e da *Moody's*; si vedano, rispettivamente, i siti internet <http://www.ratingsdirect.com>, <http://www.moodys.com>;

<sup>39</sup> Pinto, R. *La responsabilità civile delle agenzie di rating*. Tesi di Laurea in Diritto Privato Comparato, Libera Università Internazionale degli Studi Sociali (LUISS), Roma, 2013.

<sup>40</sup> Lamacchia Acito, B. *Agenzie di rating: punti di forza, criticità e regolamentazione*. Tesi di Laurea in Economia dei Mercati e degli Intermediari Finanziari, Libera Università Internazionale degli Studi Sociali (LUISS), Roma, 2016.

<sup>41</sup> Pinto, R. *La responsabilità civile delle agenzie di rating*. Tesi di Laurea in Diritto Privato Comparato, Libera Università Internazionale degli Studi Sociali (LUISS), Roma, 2013.

all'interno della scala di cui fanno parte. “In sostanza, il simbolo “AAA<sup>42</sup>” non è in grado di espletare nessuna funzione informativa o descrittiva se non confrontato con gli altri simboli e se non collocato nella parte più alta dell'*investment grade*”<sup>43</sup>. È per questa ragione che la funzione di monitoraggio (o normalizzazione) ricopre una posizione così essenziale: senza di questa infatti non potrebbero essere percepite eventuali oscillazioni e variazioni del mercato azionario in cui il titolo in questione opera e si sviluppa. Per questa ragione, accanto al simbolo alfanumerico si aggiunge un ulteriore indicatore che esprime la potenziale futura variazione del *rating*: come già spiegato nel paragrafo 1.3, se il *rating* è in osservazione per variazioni di breve periodo – circa 3 mesi – si parla di *watch*, mentre per variazioni di medio-lungo periodo di *outlook*<sup>44</sup>.

Si veda la tabella di comparazione in figura 1.2, che racchiude la scala di *rating* per le maggiori agenzie (definite le “Tre sorelle”), ossia *Moody's*, *Standard&Poor's* e *Fitch Ratings*, suddivisa per orizzonte temporale e comprendente sia la categoria *speculative* che *investment grade*.

---

<sup>42</sup> In ordine decrescente, i *rating* a breve termine di *Moody's* sono: P-1, P-2, P-3; al di sotto di P3 sono indicati come *Not Prime*. In ordine decrescente, i *rating* a breve termine di *Standard&Poor's* sono: A-1+, A-1, A-2, A-3, B, C. Da B (compreso) in poi sono considerati *speculative grade*. In ordine decrescente, i *rating* a breve termine di *Fitch* sono: F1+, F1, F2, F3, B, C. Da B (compreso) in poi sono considerati *speculative grade*.

<sup>43</sup> Lamacchia Acito, B. *Agenzie di rating: punti di forza, criticità e regolamentazione*. Tesi di Laurea in Economia dei Mercati e degli Intermediari Finanziari, Libera Università Internazionale degli Studi Sociali (LUISS), Roma, 2016.

<sup>44</sup> *Ibid.*

Figura 1.2, Guida ai rating di Moody's, Standard & Poor's e Fitch.

Moody's		Standard & Poor's		Fitch Ratings		Descrizione
Lungo Termine	Breve Termine	Lungo Termine	Breve Termine	Lungo Termine	Breve Termine	
Aaa	P-1	AAA	A-1+	AAA	F1+	"Prime" Massima sicurezza del capitale
Aa1		AA+		AA+		Rating alto. Qualità più che buona
Aa2		AA		AA		
Aa3		AA-		AA-		
A1	P-2	A+	A-1	A+	F1	Rating medio-alto. Qualità media
A2		A		A		
A3		A-		A-		
Baa1	P-3	BBB+	A-2	BBB+	F2	Rating medio-basso. Qualità medio-bassa
Baa2		BBB		BBB		
Baa3		BBB-		BBB-		
Ba1	Not Prime	BB+	B	BB+	B	Area di non-investimento Speculativo
Ba2		BB		BB		
Ba3		BB-		BB-		
B1		B+		B+		Altamente speculativo
B2		B		B		
B3		B-		B-		
Caa	Not Prime	CCC+	C	CCC	C	Rischio considerevole
Ca		CCC		CCC		Estremamente speculativo
C		CCC-				Rischio di perdere il capitale
/	Not Prime	D	/	DDD	/	In perdita
/				DD		
/				D		

45

<sup>45</sup> Tabella di comparazione in Figura 1.2, intitolata *Guida ai rating di Moody's, Standard & Poor's e Fitch*, a cura di Manzo Carlo e Vanuzzo Antonio, 2012 (<https://www.linkiesta.it>).

## **Capitolo II:**

# **LA REGOLAMENTAZIONE DELLE AGENZIE DI *RATING***

### *Premessa*

Il capitolo in questione si presenta come il più denso e complesso dell'intero elaborato. Avente come oggetto di discussione la regolamentazione delle agenzie di *rating*, questo verrà suddiviso in due sezioni al fine di tracciare in maniera sequenziale e ordinata tutte le tappe che hanno caratterizzato, da un versante, la regolamentazione statunitense e dall'altro quella europea. Inoltre, all'interno di entrambe le sezioni sarà presente come *file rouge* la comparazione tra la situazione presente prima dello scoppio della bolla speculativa del 2008 e, conseguentemente, quella che invece si è formulata post crisi. L'analisi che ne uscirà metterà in evidenza come la normativa in materia di regolamentazione statunitense funzionerà da apripista per quella europea che, anche se con alcuni anni di ritardo, ha realizzato anch'essa l'obiettivo di disciplinare l'attività di *rating*.

### **Sezione 1**

#### **La regolamentazione statunitense**

##### *2.1 La regolamentazione delle agenzie di rating in America*

La storia delle agenzie di *rating* ha ormai alle spalle più di un secolo di vita (è stato spiegato nel paragrafo 1.1 come queste siano nate a cavallo tra il XIX ed il XX secolo) durante il quale hanno assunto un'importanza via via crescente sino a diventare un vero e proprio ago della bilancia per garantire lo “stato di salute”<sup>46</sup> di una o più società emittenti che operano quotidianamente sul mercato azionario. La paradossalità della loro

---

<sup>46</sup> De Pretis E. *La responsabilità delle agenzie di rating tra diritto europeo e soluzioni di diritto interno*. Dottorato di ricerca in Diritto Privato, Università degli Studi di Milano- Bicocca, 2013.

importanza è proprio in questo: pur rivestendo un ruolo così fondamentale, sotto gli occhi di società, investitori, Stati ed enti pubblici, nessuno si è mai così tanto accertato nel controllare la correttezza del suo operato (De Pretis, E. 2013). “Era, infatti, convinzione diffusa che la professionalità di coloro che tale strumento avevano creato (le agenzie di *rating*), fossero una garanzia sufficiente circa la precisione dello strumento e la correttezza dell’attività di coloro che tale strumento adoperavano.”<sup>47</sup> A giustificare probabilmente questa poca attenzione verso la nuova attività di *rating* che si stava sviluppando, si potrebbe far riferimento al fatto che solitamente, subito dopo l’entrata in scena di un nuovo fenomeno finanziario, ne segue un periodo di autoregolamentazione<sup>48</sup> che esula dunque dal controllo periodico di un legislatore. È difatti trascorso un secolo tra la nascita delle agenzie di *rating* ed una loro prima regolamentazione (escludendo l’istituzione delle NRSRO negli Stati Uniti), periodo durante il quale entrambe le controparti – emittenti ed investitori – hanno usufruito di questo servizio senza dedicare la giusta attenzione per una corretta verifica dei dati e dei giudizi. Lo stesso problema si verifica anche a livello giurisdizionale: le stesse decisioni dei giudici, soprattutto statunitensi, chiamati in causa a seguito dell’emissione di valutazioni errate da parte di alcune agenzie di *rating*, hanno aderito all’argomento (usato anche nella controparte della difesa) “secondo cui i *rating* sarebbero delle mere “opinioni”, come tali protette dalla libertà di manifestazione del pensiero sancita dal Primo Emendamento della Costituzione degli Stati Uniti d’America.”<sup>49</sup> L’unione allora di deregolamentazione ed irresponsabilità delle stesse agenzie e dei vertici giurisdizionali (De Pretis E., 2013) ha contribuito a creare un ambiente pericoloso e poco limpido che è stato lo stesso ad essere considerato come una delle cause scatenanti della crisi speculativa durante il 2008. Ebbene, compresa allora l’insufficienza del meccanismo dell’autoregolamentazione (il quale verrà esposto nei successivi paragrafi) in aggiunta all’inefficienza delle sanzioni di mercato, si è inaugurata una nuova stagione di intervento pubblico, eliminando la precedente politica di *laissez-faire* economico (De Pretis E., 2013). Sul piano giurisprudenziale invece, l’immunità delle stesse agenzie di *rating* invocata in virtù del Primo Emendamento, come precedentemente detto, ha perso

---

<sup>47</sup> Associazione laureati LUISS. *Regolazione e mercato*, 2009.

<sup>48</sup> Parmeggiani F. *La regolazione delle agenzie di rating tra tentativi incompiuti e prospettive future*. 2010

<sup>49</sup> De Pretis E. *La responsabilità delle agenzie di rating tra diritto europeo e soluzioni di diritto interno*.

Tesi di Dottorato di ricerca in Diritto Privato, Università degli Studi di Milano- Bicocca, 2013.

progressivamente validità lasciando spazio invece ad una presa di responsabilità sempre più forte e marcata. In questa sede saranno analizzate le fasi salienti del passaggio dall'autoregolamentazione alla prima regolamentazione delle agenzie di *rating* negli Stati Uniti d'America, con un focus su due punti fondamentali: il ridimensionamento del peso del *rating* l'evoluzione del meccanismo di vigilanza sui mercati.

## 2.2 *La regolamentazione dopo la crisi del 1929*

Gli anni immediatamente dopo la fine dello scoppio della crisi economica del 1929 sono stati ovviamente anni caratterizzati da forti turbolenze e timori in materia di investimenti azionari, a causa della pesante volatilità che si era abbattuta sugli stessi mercati finanziari che fino a pochi mesi prima avevano fruttato grandi profitti agli investitori. In questo clima di grande incertezza ha inizio allora la prima fase di regolamentazione delle agenzie di *rating*, partendo proprio nel 1931 quando il Ministero del Tesoro degli Stati Uniti (*United States Treasury Department*) attraverso l'*Office of the Comptroller of the Currency* (OCC), impone alle banche di valutare ai prezzi correnti solo le obbligazioni da loro possedute che abbiano ottenuto una valutazione al di sotto dell'*investment grade* (cioè da BBB in su) da almeno due agenzie di *rating*<sup>50</sup>. Inoltre, dopo circa cinque anni dall'imposizione del Ministero del Tesoro, il provvedimento venne rafforzato – anche sotto sollecitazione della *Federal Reserve*- modificandole la clausola: le banche avrebbero potuto detenere in portafoglio esclusivamente titoli aventi un *rating* pari o superiore a BBB, attribuito da almeno due agenzie di *rating*. Appare evidente allora come l'impulso ad una regolamentazione maggiore dell'attività di *rating* sia nato proprio da questa imposizione restrittiva quasi innovativa nel suo genere in quanto, per la prima volta, “i regolatori governativi richiedono ai maggiori operatori dei mercati obbligazionari di prestare attenzione alle valutazioni delle agenzie di *rating*.”<sup>51</sup> Ciononostante, dal 1936 al 1973 però, la produzione normativa in materia di regolamentazione dell'attività di *rating* si arrestò.

---

<sup>50</sup> Tallini, A. *La responsabilità civile delle agenzie di rating*. Tesi di Laurea presso Università degli studi di Roma Tor Vergata, 2014.

<sup>51</sup> Ibid.

## 2.3 La normativa post 1970

Ottenuto il cosiddetto “capitale reputazionale”<sup>52</sup> negli anni tra il 1929 ed il 1936, l’anno 1973 rappresenta segna il primo punto di svolta nella storia della regolamentazione dell’attività di *rating*. Si assiste infatti all’adozione da parte della *Securities and Exchange Commissions* (SEC)<sup>53</sup> della *Rule 15c3-1* (cosiddetta *net capital rule*), ossia “la prima disposizione sui titoli che formalmente include l’uso del *credit rating* purché proveniente da determinate agenzie”<sup>54</sup> riconosciute *come Nationally Recognized Statistical Rating Organizations* (NRSRO). La ragione sottintesa alla creazione di queste NRSRO si ritrova difatti nella necessità di marcare e distinguere, in maniera sempre più limitata e definitiva, tutti quei titoli con un basso grado di volatilità e insolvibilità (quindi sicuri) contrapposti invece a titoli in situazioni di *default* o simili (Tallini A.,2014). “L’ottenimento di tale qualifica comporta, pertanto, inevitabili vantaggi dal punto di vista concorrenziale, dal momento che, a prescindere dall’accuratezza e dal valore informativo del *rating* emesso da una NRSRO, lo stesso verrà comunque acquistato al fine di ottemperare agli obblighi posti dal legislatore e dal regolatore statunitensi.”<sup>55</sup> La qualifica di NRSRO avveniva a seguito di una richiesta da parte dell’agenzia di *rating* dopo una procedura di valutazione che teneva in considerazione alcuni aspetti essenziali della società, quali la struttura organizzativa dell’agenzia, la procedura di emissione del giudizio, l’affidabilità del giudizio e la metodologia utilizzata dalla società; tuttavia questa procedura non è mai stata codificata<sup>56</sup>.

Sempre durante l’anno 1973 si è assistito però ad un’ulteriore fondamentale modifica all’interno del sistema economico-finanziario: le agenzie di *rating* infatti sono passate dall’utilizzo di un modello di business definito di *investor-pay* ad un modello

---

<sup>52</sup> Ibid.

<sup>53</sup> Organo federale statunitense di vigilanza dei mercati di borsa (Commissione per i titoli e gli scambi) creata nel 1934, tutela gli investitori da eventuali danni nel mercato dei titoli, operando in un mercato libero ed aperto. “*The mission of the U.S. Securities and Exchange Commission is to protect investors, maintain fair, orderly, and efficient markets, and facilitate capital formation.*” Fonte: [www.sec.gov](http://www.sec.gov)

<sup>54</sup> Tallini, A. *La responsabilità civile delle agenzie di rating*. Tesi di Laurea presso Università degli studi di Roma Tor Vergata, 2014.

<sup>55</sup> Olivieri, G. *I servizi di rating tra concorrenza e regolazione*. Tesi di Laurea in Diritto Commerciale, Università Internazionale degli Studi Sociali (LUISS), 2012.

<sup>56</sup> Scarito S. *La regolazione delle agenzie di rating e il funzionamento dei mercati finanziari: dall’over-reliance al downgrade dei loro giudizi*, dottorato di ricerca in Gestione Bancaria e Finanziaria, Università degli studi di Roma La Sapienza, 2014.

definito *issuer-pay*<sup>57</sup>. Uno dei problemi sollevati infatti dal primo modello era collegato al fenomeno del cosiddetto *free riding*: “i giudizi erano facilmente trasmissibili ai vari soggetti attraverso un mero utilizzo, a costi decisamente contenuti, di macchine fotocopiatrici”<sup>58</sup>, contribuendo ancora di più ad alimentare la già diffusa percezione da parte delle aziende per cui ottenere una buona valutazione da parte delle agenzie di *rating* era l’unica soluzione per “diminuire il costo dei finanziamenti e assicurare il successo dei collocamenti obbligazionari”<sup>59</sup>. Ebbene, se nel 1930 le agenzie di *rating* erano impegnate piano piano ad aumentare il loro “capitale reputazionale” (come già spiegato in precedenza), nei primi anni Settanta si assiste ad una triplicazione del loro staff tanto era diventato ormai necessario il loro ruolo per le aziende, definito ora infatti “*market gatekeepers*”<sup>60</sup> (si veda nell’Introduzione).

## 2.4 Il contributo dell’*International Organization of Security Commission*

L’*International Organization Of Securities Commissions* (IOSCO) ossia l’Organizzazione mondiale delle Autorità di vigilanza sui mercati finanziari, il 25 settembre 2003, ha pubblicato lo *Statement of Principles Regarding Activities of Credit Rating Agencies* con al suo interno elencati tutti i principi volti a rafforzare l’integrità del mercato del *rating*. Nonostante l’adesione al rapporto fosse di tipo volontario, quattro dei

---

<sup>57</sup> “La maggior parte delle agenzie di *rating* hanno adottato questo modello di business (*issuer pay model*) in base al quale vengono remunerate dagli emittenti sui quali effettuano l’analisi di credito. *S&P Global Ratings* ritiene che questa modalità sia migliore dell’altra perché consente di mettere i *rating* a disposizione di tutti gli investitori e in maniera gratuita, favorendo una maggiore efficienza del mercato dei capitali. Il modello di *business* secondo cui sarebbero gli investitori a pagare (*investor pay model*), invece pone restrizioni alla divulgazione dei *rating*, perché verrebbero messi a disposizione dei soli investitori che hanno pagato per il servizio” Fonte: *Le Agenzie di Rating e i Modelli di Business*, *S&P Global Ratings* (<https://www.spratings.com>).

<sup>58</sup> Scarito S. *La regolazione delle agenzie di rating e il funzionamento dei mercati finanziari: dall’over-reliance al downgrade dei loro giudizi*, dottorato di ricerca in Gestione Bancaria e Finanziaria, Università degli studi di Roma La Sapienza, 2014.

<sup>59</sup> Ginevri Sacco A. *Agenzia di rating ed informazioni al pubblico nella legge Draghi, dopo il recepimento della direttiva “Market Abuse” e l’emanazione della legge 262/05*. Tesi di Dottorato di Laurea in Scienze aziendali economico-giuridiche, Università degli Studi Roma Tre, 2010.

<sup>60</sup> Parmeggiani F. *La regolazione delle agenzie di rating tra tentativi incompiuti e prospettive future*. 2010

vari principi da questo formulati hanno rivestito un'importanza fondamentale per le agenzie di *rating* e possono essere così sintetizzati<sup>61</sup>:

- 1) *quality and integrity of the rating process*: ciò rimanda all'esigenza e necessità di garantire qualità ed integrità alle procedure di assegnazione dei *rating*. Le agenzie dovrebbero infatti avere come obiettivo il formulare pareri che aiutino a ridurre il più possibile l'asimmetria informativa tra le controparti, in modo da minimizzare anche il rischio di comportamenti avversi di una delle due;
- 2) *independence and conflicts of interest*: proteggere quindi l'indipendenza e l'autonomia dell'agenzia durante la valutazione e rendere noti gli eventuali conflitti di interesse;
- 3) *transparency and timeliness of ratings disclosure*: ossia assegnare, aggiornare e condividere le valutazioni con trasparenza, informativa e tempestività; "le agenzie di *rating* dovrebbero fare della comunicazione e della trasparenza un obiettivo della loro attività di valutazione"<sup>62</sup>;
- 4) *confidential information*: mantenere particolare riservatezza in merito alle informazioni private comunicate dalle società/controparti nel corso della valutazione, presente o meno un accordo di riservatezza;

Il contributo della IOSCO è stato poi rafforzato a seguito della pubblicazione il 23 dicembre 2004, del *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*, ovvero un codice di condotta che aggiorna quanto già previsto dall'Organizzazione l'anno precedente. Le prime modifiche da questo apportate riguardano la qualità del processo di *rating* per cui le agenzie sono chiamate ad adottare procedure scritte "idonee a garantire che le valutazioni diffuse si fondino su un'analisi approfondita di tutte le informazioni a essa note e ritenute rilevanti"<sup>63</sup>. Le metodologie usate dalle agenzie devono essere rigorose e sistematiche e anche – è auspicabile – riconducibili a dati empirici che possono appunto comprovare la valutazione. La IOSCO invita inoltre le CRA ad adottare misure specifiche per "evitare il rilascio di report contenenti dichiarazioni false, o che potrebbero trarre in inganno, circa la solvibilità - in generale - di un emittente o di un'obbligazione"<sup>64</sup>.

---

<sup>61</sup> Scarito S. *La regolazione delle agenzie di rating e il funzionamento dei mercati finanziari: dall'over-reliance al downgrade dei loro giudizi*, dottorato di ricerca in Gestione Bancaria e Finanziaria, Università degli studi di Roma La Sapienza, 2014.

<sup>62</sup> Ibid.

<sup>63</sup> Ibid.

<sup>64</sup> Ibid.

Per quanto riguarda invece il terzo punto (indipendenza e conflitti di interesse), la determinazione di una valutazione del credito dovrebbe essere influenzata solo da fattori rilevanti per la valutazione del credito stesso (Sacrito S.,2014). Per evitare infatti ipotetici conflitti di interesse, le agenzie dovrebbero separare, sia operativamente che legalmente, l'attività di valutazione da altri servizi offerti che possano dunque minare l'indipendenza della stessa agenzia. In merito all'ultimo punto, la IOSCO sottolinea come, durante il rilascio o durante la revisione di un *rating*, l'agenzia dovrebbe spiegare in un suo comunicato gli elementi essenziali ed i motivi alla base del parere dato (Sacrito S., 2014). Infine, l'ultima sezione del documento evidenzia come sia consigliabile alle CRA illustrare e condividere con il pubblico il loro codice di comportamento e descrivere inoltre come le varie linee guida del codice in questione rispettino i principi delineati dalla IOSCO.

## 2.5 *Il Credit Rating Agency Reform Act*

Approvato dal Senato e dalla Camera rispettivamente il 22 ed il 27 settembre 2006, il *Credit Rating Agency Reform Act* (CRARA) “regolamenta in maniera sistematica l'attività di *rating* e assegna alla SEC significativi poteri di vigilanza e normazione secondaria sulla cui base l'Autorità emana una *Final rule* che attua la legge rendendola effettiva”<sup>65</sup>. Infatti, per la prima volta dal 1934, il CRARA tramite emendamento ha portato a termine una modifica significativa del *Securities and Exchange Act* (De Pretis E., 2013), introducendo la sezione denominata 15E che prevedeva la creazione di un quadro giuridico omogeneo per la designazione delle NRSRO da parte della SEC, delineando in questo modo un'unica procedura (descritta appunto nella sezione 15E), così da garantire uniformità e correttezza in ogni fase di lavoro e per ogni agenzia di *rating* interessata. Il contenuto del CRARA è decisamente ampio e dettagliato, ma i punti fondamentali ed innovativi possono essere così riassunti:

- Per ottenere la qualifica di NRSRO da parte della SEC è necessario seguire con cura la procedura e rispettare i prerequisiti da quest'ultima delineati, previa

---

<sup>65</sup> Ginevri Sacco A. *Agenzia di rating ed informazioni al pubblico nella legge Draghi, dopo il recepimento della direttiva “Market Abuse” e l’emanazione della legge 262/05*. Tesi di Dottorato di Laurea in Scienze aziendali economico-giuridiche, Università degli Studi Roma Tre, 2010.

registrazione da parte dell'agenzia; la registrazione inoltre può essere rifiutata anche in mancanza di uno solo dei requisiti previsti dalla legge o nel momento in cui la stessa agenzia di *rating* non sia considerata adeguata dalla SEC per il compimento della sua attività (Ginevri Sacco A., 2010); difatti nella domanda di registrazione le agenzie interessate devono fornire informazioni riguardanti la loro organizzazione e la loro procedura, per poi inviarle alla SEC con fini di vigilanza (Ginevri Sacco A., 2010).

- Completata la registrazione, la società, essendo sotto vigilanza della SEC, dovrà impegnarsi a trasmettere regolarmente informazioni, adottando anche la figura di un *compliance officer* al fine di prevenire abusi di informazioni o conflitti di interesse;
- In merito ai conflitti di interesse, la SEC ha stilato una *grey list* in cui sono descritte tutte le situazioni di probabile conflitto in cui è però ancora possibile portare avanti l'attività di *rating* (purché il conflitto sia reso pubblico), accompagnata inoltre da una *black list* che “preclude l’assegnazione o il mantenimento del *rating* nei confronti dell’emittente che, nell’ultimo esercizio abbia corrisposto alla NSRO compensi pari o superiori al dieci per cento del reddito netto di quest’ultima oppure sia legato all’agenzia e/o ai suoi analisti da determinati rapporti.”<sup>66</sup>
- In aggiunta, è proibito alle NRSRO compiere pratiche commerciali sleali, definite “*unfair, coercive o abusive*”<sup>67</sup>, pena la comminazione di sanzioni dalla stessa SEC qualora venga appunto violato il *modus operandi* prescritto.

## 2.6 Il ruolo delle agenzie di rating nella crisi del 2008

Nonostante tutte le novità introdotte dal CRARA, il nuovo impianto legislativo si è dimostrato inadeguato per gestire la crisi scoppiata a cavallo tra il 2007 ed il 2008. (Ginevri Sacco A., 2010). Rimandando ad un'altra sede la spiegazione delle cause che portarono alla crisi, occorre però porre l'attenzione sul ruolo svolto dalle agenzie di *rating* nel mercato finanziario dei cosiddetti mutui *subprime*, in quanto, da questo momento in

---

<sup>66</sup> Ibid.

<sup>67</sup> Ibid.

poi, si assisterà ad un rivoluzionamento quasi totale della loro regolamentazione e del loro operato. Prima di andare ad analizzare il ruolo specifico delle agenzie durante la crisi, occorre però fare un breve *excursus* sulle caratteristiche di quella che è stata poi definita “Grande Recessione”, in modo da comprendere al meglio il nesso causale che lega le agenzie di *rating* allo scoppio della crisi. A livello generale la crisi nasce nel 2006 dall’incremento, generato negli Stati Uniti d’America, dell’erogazione di titoli “strutturati”. Si tratta delle cosiddette *asset-backed securities* e, in particolare, delle *residential mortgage-backed securities* e *collateralized debt obligations* (CDO): essi sono titoli di debito “creati attraverso l’aggregazione, da parte di banche d’investimento e altri intermediari finanziari (*arrangers*), di *assets* di varia natura, ma con caratteristiche simili, in grado di generare pagamenti con i quali poi operare il rimborso del capitale e degli interessi afferenti ai titoli medesimi.”<sup>68</sup> Il meccanismo alla base di questo processo è definito cartolarizzazione (*securisation*) ed è descritto come: “il processo attraverso il quale una o più attività finanziarie indivise ed illiquide, in grado di generare dei flussi di cassa, quali ad esempio i crediti di una banca, vengono “trasformate” in attività divise e vendibili, ossia in titoli obbligazionari denominati *Asset Backed Securities* (ABS).”<sup>69</sup>

Il punto di svolta della cartolarizzazione era infatti costituito dal fatto che questa potesse essere replicata in maniera esponenziale a qualsiasi stadio della catena di costruzione dell’emissione strutturata, cosicché ai MBS (*Mortgage Backed Securities*), con i *mutui subprime*<sup>70</sup> come sottostanti, “si affiancano i CDO (*Collateralized Debt Obligations*) che hanno come attività sottostanti i MBS, e poi gli *squared* CDO, che hanno come sottostanti i CDO semplici e ancora i *cubed* CDO che hanno come sottostanti gli *squared* CDO” provocando come immediata conseguenza l’ottenimento di un *rating* migliore di quanto in realtà il sottostante meritasse. È stato però proprio l’ottenimento di tale giudizio, soprattutto se superiore alla soglia dell’*investment grade* (cfr. cap.1 par. 1.5) ad incentivare e rafforzare il processo di cartolarizzazione (Picciau C.,2014). In un frangente in cui anche le banche hanno ceduto a “terzi” la responsabilità nel giudizio del

---

<sup>68</sup> Picciau C. *La responsabilità delle agenzie di rating per diffusione di giudizi inesatti sul mercato finanziario*. Tesi di Dottorato in Diritto Commerciale, Università degli Studi di Milano, 2014.

<sup>69</sup> Per approfondire: cfr. la definizione in “La *securisation*” all’indirizzo <http://www.consob.it>.

<sup>70</sup> Si definiscono mutui *subprime* quel tipo di prestiti a mutuatari con basso merito di credito. Il termine *subprime* deriva proprio dal fatto che a questi nuovi clienti sono stati concessi mutui a tassi diversi, in particolare più elevati rispetto a quelli offerti ai clienti definiti “*prime*”, proprio per riuscire a compensare il maggiore livello di rischio di insolvibilità del debito (Ginevri Sacco, A. 2010).

credito, si potrebbe assumere come il ruolo delle agenzie di *rating* sia stato proprio quello di porsi come “intermediarie” tra gli investitori e gli emittenti, ricoprendo un ruolo essenziale nel mercato dal momento in cui, in quegli anni, massimizzazione del livello di *rating* equivaleva, per l’azienda, ad ottenimento del successo dell’operazione<sup>71</sup>. La centralità assunta dalle agenzie non è stata garantita però solo dal loro incremento di importanza; altri fattori infatti hanno contribuito a plasmare il panorama finanziario a favore di queste, quali:

- Esistenza di asimmetrie informative strutturali: nelle operazioni di cartolarizzazione difatti non si parla più di singolo titolo finanziario bensì si prende in considerazione un intero portafoglio di azioni, comportando quindi un aumento di complessità del titolo stesso (frutto di aggregato di altri titoli) da una parte, ma anche aumento di complessità in merito all’informazione da ricevere/dare al cliente<sup>72</sup> dall’altra;
- Utilizzo di una scala di valutazione unica: un altro dei fattori che hanno contribuito alla crescita di importanza del ruolo delle agenzie di *rating* è stato proprio l’erroneo convincimento da parte del pubblico degli investitori che la scala di valutazione del giudizio per i titoli strutturati fosse la stessa di quella di valutazione dei titoli di credito; da qui infatti è nata l’idea che la probabilità di *default* associata a queste due categorie fosse analoga e che quindi ogni oscillazione negativa/positiva sulla valutazione di una sarebbe stata la stessa anche per l’altra;

Nel momento in cui sono arrivati i primi segnali di crisi anche in Europa, quello che per le agenzie di *rating* era un sogno ad occhi aperti si è rivelato presto ben altro. Proprio come un *boomerang*, all’apice del loro successo, le agenzie di *rating* sono state ritenute – anche se in parte – tra le maggiori responsabili dello scoppio della crisi. Il primo aspetto critico, oggetto di accusa, connesso al loro operato è stato quello relativo alle metodologie di assegnazione del *rating* stesso: si evidenzia infatti come le agenzie sono state chiamate in causa per “insufficiente diligenza nel valutare la qualità d’insieme delle garanzie sottostanti i titoli valutati, scarsa trasparenza” aggiunta a “insufficiente disponibilità di

---

<sup>71</sup> Ginevri Sacco A. *Agenzia di rating ed informazioni al pubblico nella legge Draghi, dopo il recepimento della direttiva “Market Abuse” e l’emanazione della legge 262/05*. Tesi di Dottorato di Laurea in Scienze aziendali economico-giuridiche, Università degli Studi Roma Tre, 2010.

<sup>72</sup> Ibid.

informazioni volte a segnalare i profili di rischio e incauta gestione dei conflitti di interesse”<sup>73</sup>. L’affidamento troppo cieco nei confronti dei dati e delle informazioni fornite dai clienti<sup>74</sup>, unito anche ad un giudizio eccessivamente fiducioso del pubblico verso l’attività delle agenzie (un *rating* positivo era infatti concepito, erroneamente, come una “garanzia di liquidità e scarsa volatilità dei titoli”<sup>75</sup>) hanno di fatto minato il castello che le agenzie si erano costituite progressivamente negli anni, evidenziando le enormi lacune e debolezze che però ne erano alla base. Proprio a proposito del primo punto (poca accuratezza nel controllo delle informazioni) si parla di “mancata *due diligence*”<sup>76</sup> delle agenzie, per cui, in sostanza, queste si sono limitate a raccogliere dati da parte di clienti ed emittenti senza però verificarli concretamente o rapportarli alla società richiedente il giudizio. Sotto la lente infine sono stati posti anche il “carattere fortemente oligopolistico”<sup>77</sup> del mercato finanziario, dominato principalmente dalle Tre Sorelle (*Moody’s*, *S&P* e *Fitch*), tutte le problematiche scaturite dai conflitti di interesse, in cui, vista anche la natura *rating-driven* delle stesse agenzie, l’insidia è dietro l’angolo. La trasparenza e l’oggettività che dovrebbero avere, viene così a vacillare di fronte ad operazioni che loro stesse hanno contribuito a progettare; in ultima istanza, tra i vari capi d’accusa è rientrato anche l’eccessivo ritardo con cui le agenzie hanno aggiornato i loro giudizi in seguito alle oscillazioni del sottostante, trasmettendo di conseguenza agli investitori una valutazione non più così veritiera e non più così empiricamente riscontrabile sul mercato finanziario.

## 2.7 Gli interventi di policy in risposta alla crisi

Le conseguenze della crisi sono state devastanti per ogni settore dell’economia ed in particolare, nel settore finanziario, l’obiettivo primario in quel momento era tentare di

---

<sup>73</sup> Ibid.

<sup>74</sup> Per approfondire: emblematici sono a riguardo gli scambi di mail tra dirigenti di alcune società di *rating* riportati da Gaggi M. *La valanga. Dalla crisi americana alla recessione globale*. Laterza, 2009.

<sup>75</sup> Fondo Monetario Internazionale, “Containing Systemic Risks and Restoring Financial Soundness”. Imf.org 2008.

<sup>76</sup> Ginevri Sacco A. *Agenzia di rating ed informazioni al pubblico nella legge Draghi, dopo il recepimento della direttiva “Market Abuse” e l’emanazione della legge 262/05*. Tesi di Dottorato di Laurea in Scienze aziendali economico-giuridiche, Università degli Studi Roma Tre, 2010.

<sup>77</sup> Picciau C. *La responsabilità delle agenzie di rating per diffusione di giudizi inesatti sul mercato finanziario*. Tesi di Dottorato in Diritto Commerciale, Università degli Studi di Milano, 2014.

ripristinare la fiducia degli investitori nella figura corretta e trasparente – almeno apparentemente – delle agenzie e del loro operato. È come se si assistesse infatti ad una “rivoluzione copernicana dell’evoluzione regolamentare del settore, più della svolta del 1975 con l’introduzione del concetto delle NSRO e di quella del 2006 con l’emanazione del *Credit Rating Act Reform*.”<sup>78</sup>. A seguito del fallimento della *Lehman Brothers*, che ha di fatto sancito l’inizio del periodo nero dell’economia, era opinione comune come le attività di *rating* dovessero passare “attraverso la penna e la supervisione”<sup>79</sup> di un legislatore per la loro regolamentazione, così da colmare definitivamente tutte le lacune da sempre conosciute al pubblico degli investitori (informazione poco trasparente, conflitti di interesse ecc.) e ristabilire un nuovo ordine di regole globale ed efficiente. La formulazione di nuove *policies post* crisi inizia il 7 aprile 2008 quando il *Financial Stability Forum* (divenuto poi nel 2009 il *Financial Stability Board*) ha pubblicato il *Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience*<sup>80</sup> in cui raggruppa in cinque aree diverse alcune raccomandazioni al fine di migliorare la sicurezza ed il lavoro del mercato finanziario, in cui ne rientrano alcune specifiche per le agenzie di *rating*, quali:

- 1) Migliorare la qualità dei processi di *rating* e la gestione dei conflitti di interesse soprattutto nelle valutazioni relative i prodotti strutturati;
- 2) Provvedere ad una corretta distinzione tra i *rating* relativi ai prodotti strutturati ed i *rating* in riferimento alle obbligazioni tradizionali;
- 3) Migliorare la revisione della qualità dei dati utilizzati dalle stesse agenzie e forniti dalle controparti contrattuali<sup>81</sup>;

Se a livello mondiale ci si è concentrati sulla formulazione di nuovi principi e raccomandazioni, le regole specifiche, anche di tipo coercitivo, sono state prodotte a livello locale in particolare negli Stati Uniti d’America. Particolarmente attivo è stato ovviamente il ruolo della SEC quando, in virtù dei poteri di vigilanza attribuitagli dal *Credit Rating Agency Reform Act*, la Commissione ha fatto partire un’indagine

---

<sup>78</sup> Ginevri Sacco A. *Agenzia di rating ed informazioni al pubblico nella legge Draghi, dopo il recepimento della direttiva “Market Abuse” e l’emanazione della legge 262/05*. Tesi di Dottorato di Laurea in Scienze aziendali economico-giuridiche, Università degli Studi Roma Tre, 2010.

<sup>79</sup> Ibid.

<sup>80</sup> Consultabile al sito: [https://www.fsb.org/wp-content/uploads/r\\_0804.pdf?page\\_moved=1](https://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_0804.pdf?page_moved=1).

<sup>81</sup> Scarito S. *La regolazione delle agenzie di rating e il funzionamento dei mercati finanziari: dall’over-reliance al downgrade dei loro giudizi*, dottorato di ricerca in Gestione Bancaria e Finanziaria, Università degli studi di Roma La Sapienza, 2014.

sull'attività delle agenzie di *rating*, in cui forte è la dimostrazione di come autodisciplina, in materia di regolamentazione, non sempre è sinonimo di buon operato (Ginevri Sacco A., 2010). In seconda istanza, la SEC ha elaborato alcune nuove *Proposed Rules*, presentate a giugno 2008, che in sintesi si occupavano di tre macro discipline<sup>82</sup>, simili a quanto visto in precedenza, quali: l'attuazione della legge, la prevenzione del conflitto di interessi unito ad una maggiore trasparenza e la necessità di distinzione tra *rating* di prodotti strutturati e *rating* tradizionale. La SEC ha attuato la maggior parte delle *Proposed Rules* presentate, emanando la cosiddetta *Final Rule*<sup>83</sup> 34-59342 del 2 febbraio 2009<sup>84</sup>, in aggiunta ad una nuova *Proposed Rule*, attuata sempre il 2 febbraio 2009<sup>85</sup>. In data 17 settembre 2009 la SEC ha approvato inoltre un pacchetto di nuove proposte di intervento, mirate al miglioramento della qualità del *rating*, quali<sup>86</sup>:

- Ampliare la quantità di informazioni che le agenzie sono chiamate a rendere pubbliche a proposito della metodologia utilizzata nella valutazione e alle entrate finanziarie della società;
- Ridurre il numero di riferimenti che la legislazione statunitense dedica alle NRSRO e ai *rating*;
- Pubblicizzare maggiormente i limiti connessi a ciascun *rating*;
- Irrigidire la responsabilità civile delle agenzie qualora queste offrano prodotti finanziari al settore pubblico;

Tale *Proposed Rule* (n. 34-59343) verrà definitivamente emanata con la *Final Rule* 34-61050 il 23 novembre 2009<sup>87</sup>.

---

<sup>82</sup> Ginevri Sacco A. *Agenzia di rating ed informazioni al pubblico nella legge Draghi, dopo il recepimento della direttiva "Market Abuse" e l'emanazione della legge 262/05*. Tesi di Dottorato di Laurea in Scienze aziendali economico-giuridiche, Università degli Studi Roma Tre, 2010.

<sup>83</sup> Consultabile sul sito internet della SEC: [www.sec.org](http://www.sec.org)

<sup>84</sup> SEC, *Amendments to Rules for Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*, 2 febbraio 2009, in [www.sec.org](http://www.sec.org).

<sup>85</sup> Ginevri Sacco A. *Agenzia di rating ed informazioni al pubblico nella legge Draghi, dopo il recepimento della direttiva "Market Abuse" e l'emanazione della legge 262/05*. Tesi di Dottorato di Laurea in Scienze aziendali economico-giuridiche, Università degli Studi Roma Tre, 2010.

<sup>86</sup> *Ibid.*

<sup>87</sup> Consultabile sul sito internet della SEC: [www.sec.org](http://www.sec.org)

## 2.8 Il Dodd Frank Act

Il *Dodd – Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*<sup>88</sup>, approvato dal Congresso il 21 luglio 2010, rappresenta una straordinaria opera di riforma del sistema normativo senza precedenti, sia per i suoi obiettivi che per la sua mole di ben 849 pagine. La modifica della regolamentazione riguardante il *rating* è oggetto del *Subtitle C*, rubricato *Improvements to the Regulation of Credit Rating Agencies*: per la prima volta nell’ambito della normativa americana delle agenzie di *rating*, viene evidenziato e posto correttamente in luce “il ruolo cruciale di *gatekeeper* nel mercato del debito funzionalmente simile al ruolo degli analisti finanziari, che valutano la qualità dei titoli dell’*equity market*, e dei revisori contabili, che esaminano i bilanci delle imprese.”<sup>89</sup>

Iniziandolo ad analizzare, si può subito dedurre come esso conferisce alla SEC maggiori poteri in materia di vigilanza delle agenzie di *rating* ed in particolare, nell’ambito di questo *enanced power*, il *Dodd- Frank Act* conferisce alla SEC “il potere di creare e supervisionare l’uso di simboli universali nel linguaggio del *rating*”<sup>90</sup>. Si assiste inoltre all’istituzione, sempre da parte di questo, di un *Office of Credit Rating* all’interno della stessa SEC, al fine di vigilare ed eliminare qualsiasi ipotetica situazione causante conflitto di interessi, sui quali il *Dodd – Frank* pone degli obblighi forti ed incisivi a carico sia delle stesse agenzie che della SEC. Esso prevede infatti che “ogni NRSRO debba consolidare le procedure interne volte a garantire che nel caso in cui una persona soggetta a *credit rating* [...] sia stato un dipendente della NRSRO ed abbia partecipato al processo di valutazione nell’anno precedente la data dell’emissione del *rating*, è necessario: condurre una revisione del *rating* per determinare se il conflitto d’interessi abbia in qualsiasi modo influenzato la valutazione; intervenire nel modificare il *rating* già emesso se richiesto dal caso, in conformità alle norme predisposte dalla SEC”<sup>91</sup>.

---

<sup>88</sup> Consultabile al sito: <https://legcounsel.house.gov/Comps/Dodd-Frank%20Wall%20Street%20Reform%20and%20Consumer%20Protection%20Act.pdf>.

<sup>89</sup> Tallini, A. *La responsabilità civile delle agenzie di rating*. Tesi di Laurea presso Università degli studi di Roma Tor Vergata, 2014.

<sup>90</sup> Ibid.

<sup>91</sup> Per approfondire: *Section 932 (4)(A) in Dodd – Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Public Law 111 – 203, 124 Stat. 1376*, consultabile in <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/PLAW-111publ203/pdf/PLAW-111publ203.pdf>.

Per quanto riguarda invece il tema della *Transparency of rating performance*, le agenzie sono chiamate a pubblicare e rendere note quelle informazioni che hanno consentito e determinato il processo di *rating*. “La Commissione, di regola, esige che ogni organizzazione di *rating* riconosciuta a livello nazionale divulghi pubblicamente informazioni sui giudizi iniziali per ogni tipo di debitore, di titolo e strumento del mercato monetario, e le eventuali modifiche successive a tale *rating*, allo scopo di consentire agli utenti di poter valutare la precisione delle valutazioni e confrontare quelle emesse da differenti agenzie”<sup>92</sup>. A caratterizzare queste informazioni dovranno essere chiarezza e intelligibilità, in modo da garantire a tutti gli utenti di poter comprendere il loro significato tecnico. In aggiunta a ciò, il documento dovrà presentare un’attestazione che prenda atto di come nessuna parte del *rating* sia stata influenzata da altre attività commerciali, e soprattutto di come la valutazione sia basata solo ed esclusivamente “sul merito degli strumenti oggetto di *rating* e che tale *rating* rappresenti una valutazione indipendente dei rischi e dei meriti dello strumento”<sup>93</sup>.

In ultima istanza, la *Section 932* detta le linee guida per quanto riguarda l’indipendenza del consiglio di amministrazione (Ginevri Sacco A., 2010): è previsto infatti che “almeno la metà dei membri del consiglio di amministrazione, ed in ogni caso non meno di due, siano indipendenti; una parte dei membri indipendenti deve inoltre includere gli utenti delle valutazioni emesse dalla NRSRO”<sup>94</sup>. Al fine di essere considerato indipendente, un membro del consiglio di amministrazione nel caso di una compagnia riconosciuta a livello nazionale non può, in qualità di membro del consiglio o di membro di un qualsiasi altro comitato dell’organizzazione, “accettare alcun compenso dalla agenzia riconosciuta, oppure essere una persona associata alla società stessa od a qualsiasi affiliata, e deve essere escluso da qualsiasi deliberazione che coinvolga un *rating* specifico in cui il membro indipendente abbia un interesse finanziario nel risultato”<sup>95</sup>.

---

<sup>92</sup> Per approfondire: *Section 932 (q)(1) in Dodd – Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Public Law 111 – 203, 124 Stat. 1376*, consultabile in <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/PLAW-111publ203/pdf/PLAW-111publ203.pdf>.

<sup>93</sup> Ibid.

<sup>94</sup> Per approfondire: *Section 932 (t)(1) in Dodd – Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Public Law 111 – 203, 124 Stat. 1376*, consultabile in <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/PLAW-111publ203/pdf/PLAW-111publ203.pdf>.

<sup>95</sup> Ibid.

## Sezione 2

### La regolamentazione europea

#### *2.1 L'intervento normativo nell'Unione Europea*

Gli effetti della bolla speculativa statunitense non hanno esitato molto per arrivare oltreoceano: in Europa infatti, già agli inizi del 2008, la situazione dei mercati finanziari era sull'orlo del baratro. Ci si aspetterebbe allora che le stesse misure di risanamento economico intraprese negli Stati Uniti d'America venissero condivise anche con l'Unione, al fine di gestire la crisi in maniera omogenea ed univoca, ma purtroppo non è stato così. La paradossalità di questa situazione è infatti relativa al differente trattamento normativo dello stesso fenomeno economico (la recessione), dividendo quindi lo scenario globale in due parti diverse: da un lato gli Stati Uniti con il loro *Credit Rating Act Reform* del 2006 in cui disciplinavano nel dettaglio l'attività di *rating* in maniera quasi coercitiva ed innovativa, dall'altro l'Unione Europea paladina invece di una politica di "autoregolamentazione" delle agenzie di *rating*, condividendo questo suo punto di vista già nella *Comunicazione sulle agenzie di rating del credito*<sup>96</sup> del 2006, secondo la quale l'attività di *rating* era già regolamentata di suo e non vi era il *bisogno* di ulteriori manovre legislative<sup>97</sup>. L'Unione Europea difatti provava un affidamento troppo cieco nei confronti dell'operato delle agenzie di *rating* e della sua possibilità di regolamentazione e proprio in virtù di ciò aveva approvato la *Comunicazione* precedentemente citata *rebus sic stantibus*, lasciandosi però nel documento la possibilità di cambiare strategia di azione della disciplina normativa delle agenzie qualora le cose – quasi profeticamente- sarebbero dovute cambiare (Ginevri Sacco A., 2010). Ciononostante, anche se con anni di ritardo rispetto alla soluzione adottata dagli Stati Uniti già nel 2006, anche l'Europa ha però deciso di passare sotto la mano del legislatore una nuova normativa per la regolamentazione delle agenzie, che non facesse più affidamento totale verso il loro operato bensì che fosse cosciente della nuova realtà *post* crisi e della necessità di ristabilire

---

<sup>96</sup> Consultabile al sito: <https://eur-lex.europa.eu> Documento nr. 52006XC0311(01)

<sup>97</sup> Ginevri Sacco A. *Agenzia di rating ed informazioni al pubblico nella legge Draghi, dopo il recepimento della direttiva "Market Abuse" e l'emanazione della legge 262/05*. Tesi di Dottorato di Laurea in Scienze aziendali economico-giuridiche, Università degli Studi Roma Tre, 2010.

fiducia nelle menti degli operatori finanziari. È stato probabilmente questo ritardo d'azione che però ha consentito all'Europa di stipulare una nuova disciplina che potesse recepire tutti gli insegnamenti dati dalla stessa crisi globale nella maniera più innovativa e completa, essendo questa nata proprio al termine della recessione stessa (Ginevri Sacco A., 2010).

Si proceda con ordine. In Europa prima del 2009, anno di emanazione del Regolamento CE n. 1060/2009<sup>98</sup>, le sole sanzioni in cui potevano incorrere le agenzie di *rating* incolpate di svolgere in maniera poco adeguata la loro attività erano le cosiddette “sanzioni del mercato”, ossia la perdita di reputazione ed il conseguente rifiuto da possibili nuovi utenti di fruire dei servizi dell'agenzia <sup>99</sup>. In Europa, dunque, le agenzie di *rating* hanno in sostanza svolto, in questi anni, “la loro attività in piena autonomia e senza vincoli particolari, se non quelli limitati a pochi settori nei quali già esisteva una disciplina comunitaria che poteva essere estesa anche a questi soggetti”<sup>100</sup>. Vi erano solo alcune direttive disciplinanti – in maniera diretta o indiretta – l'attività di *rating*, quali la Direttiva 2003/125/CE<sup>101</sup>, attuativa della Direttiva 2003/6/CE<sup>102</sup> nota come *Market Abuse Directive*, nella quale si invitano le agenzie ad adottare *policies* e procedure interne destinate a garantire l'obiettività, l'indipendenza e l'affidabilità delle valutazioni da loro assegnate. In aggiunta, sempre questa Direttiva 2003/125/CE, obbliga le CRA a segnalare al pubblico degli investitori la presenza di ipotetici conflitti di interesse al fine di avviare immediate procedure di risoluzione. In aggiunta a ciò si configura inoltre la Direttiva 2004/39/CE<sup>103</sup>, conosciuta anche come MiFID (*Market in Financial Instruments Directive*), la quale “prevede che le disposizioni in materia di

---

<sup>98</sup> Consultabile al sito: <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2009:302:0001:0031:IT:PDF>.

<sup>99</sup> De Pretis E. *La responsabilità delle agenzie di rating tra diritto europeo e soluzioni di diritto interno*. Tesi di Dottorato di ricerca in Diritto Privato, Università degli Studi di Milano-Bicocca, 2013.

<sup>100</sup> Ibid.

<sup>101</sup> Consultabile al sito: <https://eur-lex.europa.eu> Documento nr. 32003L0125

<sup>102</sup> Consultabile al sito: <https://eur-lex.europa.eu> Documento nr. 32003L0006

<sup>103</sup> Consultabile al sito: <https://eur-lex.europa.eu> Documento nr. 32004L0039

esercizio delle attività e di requisiti organizzativi siano applicate alle agenzie di *rating* che forniscono professionalmente servizi di investimento”<sup>104</sup>.

Ancora, il *rating* era disciplinato anche dalla Direttiva 2006/49/CE<sup>105</sup> sui requisiti patrimoniali (*Capital Requirements Directive*) in cui si richiedeva l’utilizzo dei *rating* nell’ambito della determinazione dei coefficienti di ponderazione per il calcolo del requisito patrimoniale<sup>106</sup>, elaborati da altre agenzie esterne di valutazione del merito creditizio (chiamate ECAI - *External Credit Assessment Institution*). Nel febbraio del 2004, dopo alcune sollecitazioni da parte del Parlamento Europeo, impaurito dalla mancanza di concorrenza nel settore del *rating*, la Commissione europea chiede al CESR (*Committee of European Securities Regulators*), ossia al Comitato di coordinamento fra le autorità di vigilanza sui mercati finanziari dell’Unione europea, il proprio parere in merito all’emanazione di un provvedimento destinato alla regolamentazione delle agenzie di *rating*. Ottenute le indicazioni dal CESR, nel 2006, la Commissione procede con la pubblicazione della cosiddetta *Comunicazione sulle agenzie di rating*, vista in precedenza, “attraverso la quale rende nota la propria contrarietà a una nuova normazione del settore affermando l’esistenza di disposizioni legislative già sufficienti”<sup>107</sup>.

## 2.2 L’accordo di Basilea II

Un passo decisamente fondamentale è stato quello rappresentato dalla stipulazione dell’Accordo di Basilea II<sup>108</sup> in materia di vigilanza prudenziale sugli intermediari bancari, recepito dalla Direttiva dell’Unione 2006/48/CE<sup>109</sup> e dalla Direttiva

---

<sup>104</sup> Scarito S. *La regolazione delle agenzie di rating e il funzionamento dei mercati finanziari: dall’over-reliance al downgrade dei loro giudizi*, dottorato di ricerca in Gestione Bancaria e Finanziaria, Università degli studi di Roma La Sapienza, 2014.

<sup>105</sup> Consultabile al sito: <https://eur-lex.europa.eu> Documento nr. 32006L0049

<sup>106</sup> Ginevri Sacco A. *Agenzia di rating ed informazioni al pubblico nella legge Draghi, dopo il recepimento della direttiva “Market Abuse” e l’emanazione della legge 262/05*. Tesi di Dottorato di Laurea in Scienze aziendali economico-giuridiche, Università degli Studi Roma Tre, 2010.

<sup>107</sup> Scarito S. *La regolazione delle agenzie di rating e il funzionamento dei mercati finanziari: dall’over-reliance al downgrade dei loro giudizi*, dottorato di ricerca in Gestione Bancaria e Finanziaria, Università degli studi di Roma La Sapienza, 2014.

<sup>108</sup> Ufficialmente denominato «*Convergenza internazionale della misurazione del capitale e dei coefficienti patrimoniali. Nuovo schema di regolamentazione*».

<sup>109</sup> Consultabile al sito: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/it/TXT/?uri=CELEX:32006L0048>.

2006/49/CE<sup>110</sup>. In particolare, esso “definisce le metodologie di calcolo attraverso le quali determinare il cosiddetto patrimonio di vigilanza necessario per la copertura dei diversi rischi, nello specifico rischio di credito, di mercato e operativo, insiti nell’attività degli intermediari bancari”<sup>111</sup>. Relazionato a ciò, la metodologia presa in considerazione è lo *Standardized Approach*, distinto dall’*Internal Rating Based Approach*, attraverso il quale è possibile misurare il rischio di insolvibilità delle attività possedute in base alle valutazioni elaborate da soggetti terzi ossia le *External Credit Assessment Institution* (ECAI)<sup>112</sup>. Il Comitato di Basilea ha inoltre dettagliatamente descritto tutti i sei criteri di idoneità che le ECAI devono rispettare, quali:

- Obiettività: la metodologia utilizzata durante l’assegnazione delle valutazioni deve “essere rigorosa, sistematica e sottoposta a forme di convalida sulla base dell’esperienza storica. Inoltre, le valutazioni devono essere soggette a un costante processo di revisione e tener conto dei mutamenti nelle condizioni finanziarie”<sup>113</sup>. Al fine di poter essere riconosciuta dalle autorità di vigilanza, ogni metodologia di valutazione deve essere stata applicata per un minimo di dodici mesi e, se possibile, per tre anni (Scarito S.,2014);
- Indipendenza: una ECAI si dovrebbe porsi dinanzi al pubblico degli investitori come entità “indipendente e immune da pressioni politiche o economiche che possano influenzare il *rating*”<sup>114</sup>. Come già detto precedentemente, si evidenzia come il processo di *rating* dovrebbe essere quanto più possibile lontano da

---

<sup>110</sup> Consultabile al sito: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/it/TXT/?uri=CELEX:32006L0049>.

<sup>111</sup> Scarito S. *La regolazione delle agenzie di rating e il funzionamento dei mercati finanziari: dall’over-reliance al downgrade dei loro giudizi*. Tesi di Dottorato di ricerca in Gestione Bancaria e Finanziaria, Università degli studi di Roma La Sapienza, 2014.

<sup>112</sup> In conformità alla Circolare n. 263 del 27 dicembre 2006 rubricata «Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche» la Banca d’Italia riconosce quali ECAI:

- *Fitch Ratings*, per tutti i comparti previsti nell’ambito del metodo standardizzato e per le operazioni di cartolarizzazione;
- *Moody’s Investors Service*, per tutti i comparti previsti nell’ambito del metodo standardizzato e per le operazioni di cartolarizzazione;
- *Standard & Poor’s Rating Services*, per tutti i comparti previsti nell’ambito del metodo standardizzato e per le operazioni di cartolarizzazione;
- *Cerved Group* (già *Lince*), per il comparto “imprese e altri soggetti” previsto nell’ambito del metodo standardizzato;
- *DBRS Ratings Limited* per tutti i comparti previsti nell’ambito del metodo standardizzato e per le posizioni verso cartolarizzazioni.

<sup>113</sup> Scarito S. *La regolazione delle agenzie di rating e il funzionamento dei mercati finanziari: dall’over-reliance al downgrade dei loro giudizi*, dottorato di ricerca in Gestione Bancaria e Finanziaria, Università degli studi di Roma La Sapienza, 2014.

<sup>114</sup> Ibid.

- situazioni in cui, o per la composizione del consiglio di amministrazione o per la struttura della società stessa, si possa dar origine ad un conflitto di interessi;
- Accesso internazionale/trasparenza: “le singole valutazioni dovrebbero essere disponibili alle medesime condizioni a soggetti sia nazionali sia esteri titolari di un legittimo interesse”<sup>115</sup>. La metodologia seguita da una ECAI è preferibile che sia accessibile al pubblico, in un linguaggio chiaro e conciso;
  - Pubblicità delle informazioni: a questo proposito una ECAI dovrebbe condividere le seguenti informazioni:
    - metodologie di valutazione, inclusa la definizione di inadempimento (*default*);
    - l’orizzonte temporale e il significato di ciascun *rating*;
    - i tassi effettivi di inadempimento per ogni categoria di valutazioni;
    - le matrici di migrazione, ossia quale probabilità ha un *rating* di passare da una classe all’altra nel corso del tempo (ad esempio, da AA ad A)<sup>116</sup>;
  - Risorse: la *conditio sine qua non* una ECAI possa operare è avere a disposizione risorse sufficienti che consentano di effettuare ottime valutazioni, basate su metodologie sia qualitative che quantitative;
  - Credibilità: a questo proposito si potrebbe dire come “in certa misura, la credibilità è la risultante dei criteri precedenti”<sup>117</sup>. Questa viene rafforzata non solo a fronte della modalità di lavoro dell’agenzia ma anche dall’esistenza di politiche e procedure interne atte a prevenire l’uso scorretto di informazioni riservate. Inoltre, al fine di essere riconosciuta, una ECAI non è necessariamente tenuta a valutare società in più di un Paese ma può anche limitarsi al suo contesto nazionale<sup>118</sup>.

---

<sup>115</sup> Ibid.

<sup>116</sup> Ibid.

<sup>117</sup> Ibid.

<sup>118</sup> Ibid.

## 2.3 La regolamentazione europea dopo il 2008

Superato l'apice della crisi, nonostante, come è stato detto in precedenza, l'apparato normativo europeo sia nato con anni di ritardo rispetto a quello statunitense, alla fine del 2008 i vertici dell'Unione hanno sentito il dovere di creare una regolamentazione definitiva in materia di: conflitti di interesse, rischi di manipolazione del mercato, qualità del *rating* ed infine trasparenza e sorveglianza dell'attività delle agenzie<sup>119</sup>. Si potrebbe assumere come allora la regolamentazione statunitense, in particolare con la stipulazione del *Dodd-Frank Act* spiegato precedentemente, abbia funzionato da apripista per quella europea, segnando una svolta fondamentale per l'Unione in quanto si è assistito al passaggio da una forma di *self regulation* (autoregolamentazione) ad una forma invece aggiornata, completa e dettagliata, capace di dirimere ogni possibile nuova situazione di crisi a livello comunitario. Tra le principali cause dello sforzo normativo che ha spinto le autorità europee e nazionali in questi anni, all'interno del quale la disciplina delle agenzie di *rating* ha occupato un posto di primo rilievo per il ruolo svolto, rientra non solo lo scoppio della crisi dei mutui *subprime* negli Stati Uniti ma anche la crisi del debito sovrano all'interno dell'Unione: così il 12 novembre 2008, la Commissione europea ha presentato una proposta di regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio sulle agenzie di *rating* del credito, "con la quale si mirava introdurre una serie di misure in grado di ridare fiducia nei mercati finanziari, incentivando la trasparenza delle attività di *rating* e prevedendo, tra l'altro, la registrazione obbligatoria delle agenzie di *rating* operanti sui mercati europei"<sup>120</sup>.

Le tappe fondamentali all'interno della creazione di una nuova normativa europea sono tre e sono rappresentate dall'emanazione di tre diversi regolamenti: il regolamento (CE) n.1060/2009<sup>121</sup>, il regolamento (UE) n. 513/2011<sup>122</sup> ed il regolamento (UE) n.462/2013<sup>123</sup>.

---

<sup>119</sup> Scarito S. *La regolazione delle agenzie di rating e il funzionamento dei mercati finanziari: dall'over-reliance al downgrade dei loro giudizi*, dottorato di ricerca in Gestione Bancaria e Finanziaria, Università degli studi di Roma La Sapienza, 2014.

<sup>120</sup> Ibid.

<sup>121</sup> Consultabile al sito: <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2009:302:0001:0031:IT:PDF>.

<sup>122</sup> Consultabile al sito: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX:32011R0513>.

<sup>123</sup> Consultabile al sito: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/it/ALL/?uri=CELEX%3A32013R0462>.

### 2.3.1 Il regolamento (CE) n.1060/2009

Il regolamento (CE) n. 1060 del 16 settembre 2009 rappresenta “la prima formulazione normativa in materia di agenzie di *rating* volta a definire un preciso regime disciplinare”<sup>124</sup>. Il contenuto normativo del Regolamento n. 1060/2009 è preceduto da una lunga lista di “Considerando” (75 in totale), da cui emergono indicazioni di notevole importanza. In primis, il legislatore europeo riconosce dichiaratamente l’importanza del ruolo svolto dalle agenzie di *rating* del credito sia sui mercati mobiliari che su quelli bancari mondiali, non solo “perché contribuiscono alla formazione di decisioni informate in materia di investimenti e di finanziamenti” ma anche “perché i *rating* possono essere utilizzati come riferimento per il calcolo dei requisiti patrimoniali [...] a fini di solvibilità o per il calcolo dei rischi nella loro attività di investimento”<sup>125</sup>. Inoltre, il legislatore europeo riconosce tutti gli errori provocati dalle agenzie di *rating* del credito prima e durante la crisi finanziaria globale e, di conseguenza, da un lato prende atto della necessità di intraprendere nuove misure per porre rimedio alle incapacità riscontrate, dall’altro richiama l’attenzione anche di coloro che utilizzano i *rating* del credito, sottolineando come sia pericoloso affidarsi ciecamente a tali valutazioni (Considerando n.10)<sup>126</sup>.

Il Regolamento si occupa poi di “*rating* non sollecitati (Considerando n. 21), conflitti di interesse e *governance* societaria (Considerando n. 22, nn. 26-30, n. 33), metodologie di *rating* impiegate (Considerando n. 23, n. 34, n. 37), qualità dei *rating* (Considerando n. 35), trasparenza del *rating* (Considerando n. 39), *rating* shopping (Considerando n. 41)”<sup>127</sup>.

Una novità estremamente utile introdotta dal Regolamento del 2009 è l’entrata in vigore dell’obbligo di registrazione delle agenzie di *rating* che abbiano intenzione di

---

<sup>124</sup> Per approfondimenti si veda: Ginevri Sacco A. *Agenzia di rating ed informazioni al pubblico nella legge Draghi, dopo il recepimento della direttiva “Market Abuse” e l’emanazione della legge 262/05*. Tesi di Dottorato di Laurea in Scienze aziendali economico-giuridiche, Università degli Studi Roma Tre, 2010. In particolare, profili organizzativi dell’attività, vol. 33, fasc. 2, pp. 291-349.

<sup>125</sup> De Pretis E. *La responsabilità delle agenzie di rating tra diritto europeo e soluzioni di diritto interno*. Tesi di Dottorato di ricerca in Diritto Privato, Università degli Studi di Milano- Bicocca, 2013.

<sup>126</sup> Ibid.

<sup>127</sup> Ibid.

emettere *rating* da utilizzare a fini regolamentari nella Comunità<sup>128</sup>, allo scopo di “garantire un livello elevato di fiducia degli investitori e dei consumatori nel mercato interno” (Considerando n.43). Passando ad analizzare il contenuto normativo vero e proprio, il Regolamento si compone in totale di “41 articoli, suddivisi in cinque Titoli con alcune disposizioni generali, e di 2 allegati, che contengono invece le istruzioni dettagliate”<sup>129</sup>. Il Titolo I intitolato “Oggetto, ambito di applicazione e definizioni”, definisce per l’appunto l’oggetto del Regolamento ed il suo ambito di applicazione; il Titolo II, intitolato “Emissione di *rating* del credito” sottoscrive un insieme di disposizioni che le agenzie di *rating* soggette al Regolamento sono chiamate a rispettare durante lo svolgimento della propria attività; il Titolo III, intitolato “Vigilanza delle attività di *rating* del credito” definisce la procedura di registrazione delle agenzie di *rating*, attribuendo in particolare al CESR ed alle singole autorità nazionale competenti compiti di vigilanza, prescrive inoltre obblighi di cooperazione tra le autorità competenti e sottolinea, tramite altre disposizioni, l’importanza di sviluppare la cooperazione con i Paesi terzi; infine il Titolo V intitolato “Sanzioni, procedura del comitato, relazione e disposizioni transitorie e finali” raccoglie disposizioni conclusive per quanto riguarda “sanzioni connesse alla violazione del Regolamento, modifica degli allegati, procedura di comitato, relazioni e disposizioni transitorie e finali”<sup>130</sup>.

Il Regolamento si conclude poi con due allegati modificabili dalla Commissione secondo la procedura indicata all’art. 37<sup>131</sup>: il primo (Allegato I), intitolato “Indipendenza e prevenzione dei conflitti di interesse”, che contiene disposizioni obbligatorie in riferimento ai requisiti organizzativi richiesti alle agenzie di *rating* (Sezione A), disposizioni obbligatorie in riferimento ai requisiti operativi richiesti alle agenzie di *rating* (Sezione B), disposizioni in materia di analisti di *rating* e di altre persone che sono parte attiva durante le attività di *rating* del credito (Sezione C), disposizioni in materia di presentazione dei *rating* del credito (Sezione D), disposizioni in merito alle informazioni che le agenzie di *rating* sono tenute a divulgare (Sezione E); il secondo (Allegato II), intitolato “Informazioni da fornire nella domanda di registrazione”, contiene invece un

---

<sup>128</sup> Cfr. Ginevri Sacco A. *Agenzia di rating ed informazioni al pubblico nella legge Draghi, dopo il recepimento della direttiva “Market Abuse” e l’emanazione della legge 262/05*. Tesi di Dottorato di Laurea in Scienze aziendali economico-giuridiche, Università degli Studi Roma Tre, 2010.

<sup>129</sup> De Pretis E. *La responsabilità delle agenzie di rating tra diritto europeo e soluzioni di diritto interno*. Tesi di Dottorato di ricerca in Diritto Privato, Università degli Studi di Milano- Bicocca, 2013

<sup>130</sup> Ibid.

<sup>131</sup> Ibid.

elenco di informazioni che le agenzie di *rating* sono chiamate a fornire ai fini della registrazione (De Pretis E., 2013). Il Regolamento CE n. 1060/2009 è stato poi successivamente modificato ad opera dei due successivi Regolamenti UE n. 513/2011 e n. 462/2013, esaminati nei prossimi paragrafi.

### *2.3.2 Il Regolamento UE n. 513 del 2011*

Il Regolamento CE n. 1060/2009, nonostante avesse rappresentato una svolta importante nel panorama normativo europeo, ha però mostrato quasi subito alcune debolezze, che hanno portato il legislatore europeo ad intervenire nuovamente. “Nel giugno 2010 viene così presentata una proposta di modifica del Regolamento CE n. 1060/2009<sup>132</sup>, emanato meno di un anno prima”<sup>132</sup>. Il problema centrale che ha portato alla necessità di modifica del Regolamento è rappresentato dalla volontà di introdurre un meccanismo di vigilanza centralizzata sulle agenzie di *rating* che agiscono nell’Unione Europea. Il Regolamento CE n. 1060/2009 aveva, infatti, progettato un sistema di vigilanza basato su collegi di autorità competenti degli Stati membri, comportando una frammentazione che aveva sollevato non poche critiche (De Pretis E.,2010). Il Parlamento europeo e il Consiglio, tramite tre diversi regolamenti, avevano istituito il 24 novembre 2010: l’Autorità bancaria europea (EBA)<sup>133</sup>, l’Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (EIOPA)<sup>134</sup>, l’Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA)<sup>135</sup>. Ad esse si aggiunge poi il Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS) “per la vigilanza macro-prudenziale del sistema finanziario” nell’Unione europea<sup>136</sup>.

Così, in data 11 maggio 2011, è stato adottato il Regolamento UE n. 513/2011<sup>137</sup> del Parlamento europeo e del Consiglio dell’11 maggio 2011 recante modifica del regolamento CE n. 1060/2009 relativo alle agenzie di

---

<sup>132</sup> Ibid.

<sup>133</sup> Con il regolamento (UE) n. 1093/2010

<sup>134</sup> Con il regolamento (UE) n. 1094/2010

<sup>135</sup> Con il regolamento (UE) n. 1095/2010

<sup>136</sup> Scarito S. *La regolazione delle agenzie di rating e il funzionamento dei mercati finanziari: dall’over-reliance al downgrade dei loro giudizi*, dottorato di ricerca in Gestione Bancaria e Finanziaria, Università degli studi di Roma La Sapienza, 2014.

<sup>137</sup> Cfr. nota 118.

*rating* del credito. In una breve analisi delle modifiche, si nota immediatamente come all'ESMA sia conferita la piena responsabilità nella registrazione e nella vigilanza delle agenzie: i “*rater* mettono a disposizione della nuova autorità di vigilanza tutte le informazioni, da questa richieste, per una supervisione su base continuativa nel rispetto dei requisiti richiesti dal regolamento”<sup>138</sup>. La domanda di registrazione viene così presentata per competenza all'ESMA e la procedura di registrazione stessa si velocizza (Scarito S.2014). Si assiste così al cambiamento per cui l'esame della domanda avviene per mano ESMA e non più dall'autorità competente dello Stato membro di origine. Altro aspetto innovativo e di cambiamento si ritrova nell'art. 19 del regolamento intitolato “Pagamento di commissioni di registrazione e vigilanza”. L'ESMA impone infatti alle agenzie di *rating* “il pagamento di commissioni volte a coprire totalmente i costi sostenuti dall'autorità per la registrazione e la vigilanza delle agenzie di valutazione e per il rimborso dei costi eventualmente sostenuti dalle autorità competenti a cui l'ESMA ha delegato dei compiti”<sup>139</sup>, come previsto dall'art. 30 del Regolamento. L'importo della commissione è ovviamente proporzionale al fatturato dell'agenzia di valutazione. Nel nuovo regolamento viene inoltre inserito l'art. 36 *bis* in merito alle sanzioni amministrative pecuniarie (Scarito S., 2014). Se infatti un'agenzia di *rating* ha commesso intenzionalmente o per negligenza una di queste violazioni:

- “violazioni connesse ai conflitti di interesse e ai requisiti organizzativi o operativi;
- violazioni relative agli ostacoli alle attività di vigilanza;
- violazioni delle disposizioni in materia di informativa”<sup>140</sup>.

L'importo delle sanzioni può variare, sulla base della gravità di una di queste, da un minimo di euro 10.000 a un massimo di euro 750.000<sup>141</sup>, in base al fatturato dell'agenzia. “Le sanzioni sono rese pubbliche dall'ESMA e ogni eventuale ricorso in merito alle stesse è di competenza giurisdizionale della Corte di giustizia dell'Unione europea.”<sup>142</sup>

---

<sup>138</sup> Si veda in particolare l'art. 1 del regolamento (UE) n. 513/2011 rubricato Modifiche.

<sup>139</sup> Scarito S. *La regolazione delle agenzie di rating e il funzionamento dei mercati finanziari: dall'over-reliance al downgrade dei loro giudizi*, dottorato di ricerca in Gestione Bancaria e Finanziaria, Università degli studi di Roma La Sapienza, 2014.

<sup>140</sup> Ibid.

<sup>141</sup> Cfr. l'art. 36 *bis*, comma 2, del regolamento (UE) n. 513/2011

<sup>142</sup> Scarito S. *La regolazione delle agenzie di rating e il funzionamento dei mercati finanziari: dall'over-reliance al downgrade dei loro giudizi*, dottorato di ricerca in Gestione Bancaria e Finanziaria, Università degli studi di Roma La Sapienza, 2014.

### 2.3.3 Il Regolamento UE n. 462/2013

L'intervento di riforma della disciplina delle agenzie di *rating* a livello europeo non si è però arrestato: il 15 novembre 2011, infatti, la Commissione europea ha presentato una nuova proposta di modifica del Regolamento CE n. 1060/2009, che, a differenza del precedente Regolamento UE n. 513/2011, ha affrontato alcuni nodi problematici fino ad allora mai toccati, primo fra tutti il problema della responsabilità civile. Gli obiettivi che difatti si proponeva il nuovo regolamento erano infatti quelli di “garantire il diritto di ricorso per gli investitori, poiché allo stato attuale tale diritto non può essere esercitato dagli utenti dei *rating* che hanno subito perdite in relazione a un *rating* emesso da un'agenzia che ha violato il regolamento sulle agenzie di *rating* del credito”<sup>143</sup>. A questo proposito il Considerando 24 della proposta di regolamento del 15 novembre 2011 osserva come “in mancanza di un rapporto contrattuale tra l'agenzia di *rating* del credito e l'investitore, quest'ultimo non è sempre in una posizione tale da poter far valere in giudizio la responsabilità delle agenzie di *rating* nei suoi confronti”<sup>144</sup>. L'importante novità rappresentata da questo nuovo impianto normativo è quella di agevolare il ricorso al risarcimento del danno “proprio in ragione delle difficoltà che, in assenza di un rapporto contrattuale tra agenzia di *rating* e investitore, quest'ultimo poteva incontrare nel far valere le proprie pretese”<sup>145</sup>. La proposta di Regolamento del novembre 2011 per la prima volta prevedeva quindi l'introduzione di una norma in materia di responsabilità civile caratterizzata dall'espressa previsione di una “parziale inversione dell'onere della prova”, in riferimento alla terminologia utilizzata dal Considerando 26 “a favore dell'investitore”<sup>146</sup>. In realtà però il tema della responsabilità delle agenzie di *rating* non era stato completamente sorpassato dal legislatore europeo prima di tale proposta di regolamento. Il regolamento CE n. 1060/2009, infatti, si era già preoccupato di ricordare, anche se in un Considerando, “l'ammissibilità di richieste risarcitorie presentate nei confronti delle agenzie di *rating* sulla base del diritto nazionale dei singoli

---

<sup>143</sup> Relazione alla proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica il regolamento (CE) n. 1060/2009 relativo alle agenzie di *rating* del credito, disponibile nel *Dossier* del Servizio affari internazionali del Senato, p. 5.

<sup>144</sup> Picciau C. *La responsabilità delle agenzie di rating per diffusione di giudizi inesatti sul mercato finanziario*. Tesi di Dottorato in Diritto Commerciale, Università degli Studi di Milano, 2014.

<sup>145</sup> *Ibid.*

<sup>146</sup> *Ibid.*

Stati membri”<sup>147</sup>. A seguito di una lunga fase di lavoro, e dopo la modifica a gennaio del 2013 della proposta originariamente presentata, si è giunti nel maggio 2013, all’approvazione del Regolamento UE n. 462/2013<sup>148</sup> che ha introdotto un intero titolo all’interno del Regolamento CE n. 1060/2009 – il titolo III *BIS* – interamente dedicato alla disciplina della responsabilità civile delle agenzie di *rating*. All’interno di questo regolamento, molto importanti sono le disposizioni contenute all’art. 35-*bis*.

Al primo paragrafo, comma 1, si è previsto infatti che, “se un’agenzia di *rating* del credito ha commesso intenzionalmente o per colpa grave una delle violazioni di cui all’allegato III che ha inciso sul *rating* del credito, l’investitore o l’emittente possono chiedere all’agenzia di *rating* il risarcimento dei danni subiti a causa della violazione”. L’investitore o l’emittente dovrà, al fine di ottenere il risarcimento del danno “fornire elementi informativi precisi e dettagliati che indichino che l’agenzia di *rating* ha violato il (...) regolamento e che la violazione ha avuto un impatto sul *rating* emesso” (par. 2, comma 1). Nonostante ora non si riconosca espressamente il diritto dell’investitore di ottenere il risarcimento del cosiddetto danno da *rating*, non ci si stupirebbe qualora venisse poi introdotto in futuro (questo tema verrà approfondito nel cap.3). Procedendo con l’analisi, si nota come, rispetto alla proposta di regolamento presentata dalla Commissione precedentemente, è scomparsa “l’inversione dell’onere della prova in relazione all’elemento soggettivo dell’illecito”<sup>149</sup>. Se, prima la norma stabiliva che “una agenzia di *rating* del credito commette una negligenza grave se disattende gravemente i doveri” imposti dal Regolamento CE n. 1060/2009 e che “se l’investitore accerta fatti dai quali si può dedurre che l’agenzia di *rating* del credito ha commesso una delle infrazioni di cui all’allegato III, spetta all’agenzia di dimostrare di non aver commesso l’infrazione o che l’infrazione non ha avuto un impatto sul *rating* emesso” (cfr. art. 35-*bis*, par. 3 e 4, proposta di regolamento del 15 novembre 2011), ora è solo previsto che “spetta all’investitore o all’emittente fornire elementi informativi precisi e dettagliati che indichino che l’agenzia di *rating* del credito ha violato il presente regolamento e che la violazione ha avuto un impatto sul *rating* emesso” (cfr. art. 35-*bis*, par. 2, c. 1).

---

<sup>147</sup> Cfr. considerando (69), Regolamento CE n. 1060/2009: «fatta salva l’applicazione del diritto comunitario, eventuali richieste di risarcimento nei confronti delle agenzie di *rating* del credito per violazione delle disposizioni del presente regolamento dovrebbero essere proposte a norma della pertinente legislazione nazionale in materia di responsabilità civile».

<sup>148</sup> Cfr. nota 119.

<sup>149</sup> Picciau C. *La responsabilità delle agenzie di rating per diffusione di giudizi inesatti sul mercato finanziario*. Tesi di Dottorato in Diritto Commerciale, Università degli Studi di Milano, 2014.

## **Capitolo III:**

# **LA RESPONSABILITÀ CIVILE DELLE AGENZIE DI RATING**

### *Premessa*

Quest'ultimo capitolo della presente trattazione avrà come oggetto il tema della responsabilità civile delle agenzie per la loro attività svolta. Una volta infatti chiarito il ruolo di notevole importanza da queste rivestito, anche in virtù del lungo processo di regolamentazione che hanno subito sia a livello statunitense che a livello europeo, occorre passare a disciplinare i casi in cui queste siano imputate di danno per informazione economica inesatta. Trattando l'argomento, si vedrà come, nel tracciare la definizione di danno da informazione economica, verrà altresì messa in luce la particolare regolamentazione europea a questo proposito, una regolamentazione definita "ibrida". Il capitolo si concluderà poi con la descrizione di un ulteriore illecito, quello relativo all'abuso di mercato con conseguenze sul settore pubblico e statale, analizzando da vicino una sentenza (n.837 del Tribunale di Trani in composizione collegiale) che in primis ha toccato lo Stato italiano.

### *3.1 Inquadramento del problema*

Una volta aver spiegato la definizione di *rating*, di agenzia e del processo di attivazione di questo (capitolo I), e una volta aver tracciato un excursus in materia di regolamentazione sia a livello statunitense (capitolo II sezione 1) che a livello europeo (capitolo II sezione 2), non vi è dubbio come sia emerso con chiarezza il ruolo centrale svolto dalle attività di *rating* all'interno del mercato. Ancor di più si è dimostrato, lungo questi capitoli, quanto il solo giudizio attribuito dalle agenzie di *rating* possa essere una garanzia da parte dell'investitore, tanto da affidarsi – come si è visto *ex post* erroneamente – in maniera cieca e totalizzante a questo al fine di calibrare al meglio le operazioni pianificate sul mercato. Inoltre, a causa dell'aumento progressivo del volume degli

investimenti e con la nascita del processo di globalizzazione, si può affermare come le società di *rating* abbiano assunto un'importanza ancora più notevole in quanto concepite come le uniche in grado di orientare le operazioni anche dell'investitore meno esperto che, davanti ad un mercato così senza confini e così poco limpido e trasparente, non sente di avere gli strumenti per determinare – più o meno correttamente - le sue politiche di investimento. Il *rating* diviene dunque un eccellente veicolo di pubblicità (De Pretis E., 2013), sia per gli investitori che per la società stessa, andando non solo a diminuire considerevolmente i costi che un'ipotetica campagna pubblicitaria potrebbe avere per l'azienda ma soprattutto riuscendo ad ottenere anche la fiducia di quegli investitori non professionali (definiti *retail*), che, basandosi appunto sul successo del *rating* della società, deciderà senza esitazione di affidarsi. “Il *rating* rappresenta, così, un vero e proprio parametro selettivo, un'ulteriore fonte di informazioni relativa ai titoli presenti sul mercato finanziario, che permette di semplificare e velocizzare il processo decisionale”<sup>150</sup>.

Tuttavia, se come si dice solitamente in gergo comune “da grandi poteri derivano grandi responsabilità”, allora anche nel caso delle agenzie di *rating* vale questo discorso. Nonostante infatti siano le stesse agenzie a sottolineare nei propri codici di condotta come i loro giudizi non si pongono come indicazioni obbligatorie e di sicura efficacia in merito agli investimenti bensì sono solo valutazioni oggettive pianificate<sup>151</sup> (già sottolineato nella Direttiva 2003/125/CE, recante modalità di esecuzione della Direttiva 2003/6/CE), inizia, già prima dello scoppio della bolla del 2008, ad affacciarsi il problema della loro responsabilità civile. In aggiunta a ciò, deve essere sottolineato comunque il fatto che sono le stesse agenzie ad evidenziare “l'opportunità che ciascun investitore svolga le proprie ricerche e valutazioni in via autonoma sui titoli che esamina al fine di decidere la convenienza di eventuali compravendite [...] in quanto il *rating* è uno dei tanti strumenti – ma non l'unico – a disposizione degli investitori per valutare il rischio di credito”<sup>152</sup>.

Date queste premesse, il problema si pone però nel momento in cui l'operazione economica pianificata sulla base di un preciso *rating* non dia gli stessi profitti sperati dall'investitore: ci si chiede allora “chi, tra l'agenzia di *rating* informante e l'investitore informato, debba sopportare la perdita, o il mancato guadagno ed eventualmente in che

---

<sup>150</sup> Facci G. *Le agenzie di rating e la responsabilità per le informazioni inesatte*. In Contratto e impresa, 2008.

<sup>151</sup> Ibid.

<sup>152</sup> Ginevri Sacco A. *Agenzia di rating ed informazioni al pubblico nella legge Draghi, dopo il recepimento della direttiva “Market Abuse” e l'emanazione della legge 262/05*. Tesi di Dottorato di Laurea in Scienze aziendali economico-giuridiche, Università degli Studi Roma Tre, 2010.

misura.”<sup>153</sup> In questo capitolo ci si soffermerà dunque ad indagare se può essere configurabile una responsabilità civile a carico delle agenzie di *rating* per i danni dovuti al non efficiente esercizio della loro attività, ossia all’emissione di valutazioni inesatte. Si proseguirà con l’analizzare entro quali limiti le agenzie di *rating* possano essere ritenute responsabili dei propri errori, “a quale titolo, nei confronti di quali soggetti, entro quali limiti, secondo quale criterio di imputazione del danno”<sup>154</sup>. Un caso importante però è quello che vede collegato il danno da informazione inesatta e da manipolazione del mercato con un ente pubblico: se infatti le conseguenze di un illecito simile possono considerarsi circoscritte se si tratta di un singolo individuo o di una società chiusa, tutt’altro discorso è quando si tratta di uno Stato. A questo proposito sarà utile ed interessante l’analisi di un caso quale quello affrontato durante il processo presso il Tribunale di Trani in composizione collegiale in data 30 marzo 2017 in cui venne discussa la causa “Declassamenti del *rating* e manipolazione del mercato: sentenza di assoluzione per Standard & Poor's”. Per concludere, la decisione di dedicare un intero capitolo al tema della responsabilità civile delle agenzie di *rating* è dovuta sia ad un personale approfondimento, che alla volontà di prevenire in futuro ulteriori danni dall’utilizzo di questo strumento (il *rating*), sottovalutato da molti, ma di enorme potenziale.

### 3.2 *Il danno da informazione economica inesatta*

Il *rating* rappresenta un’informazione economica<sup>155</sup>. Se davanti a questa affermazione non vi è alcun dubbio, allora si può affermare con certezza come il problema della responsabilità delle agenzie di *rating* rientra totalmente nel tema del danno da informazione economica inesatta<sup>156</sup>. Andando più nello specifico, le condizioni in cui un

---

<sup>153</sup> Drigo F. *La responsabilità delle agenzie di rating per il danno all’informato. L’esperienza statunitense*. In *Rass.Dir.Civ.* 2006.

<sup>154</sup> De Pretis E. *La responsabilità delle agenzie di rating tra diritto europeo e soluzioni di diritto interno*. Tesi di Dottorato di ricerca in Diritto Privato, Università degli Studi di Milano- Bicocca, 2013

<sup>155</sup> Presti G. *Le agenzie di rating: dalla protezione alla regolazione*. In *Atti del convegno di Courmayeur*, 2008.

<sup>156</sup> Sanna P. *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*. ESI, Napoli, 2011. Secondo il quale: “In mancanza di una disciplina specifica ed essendo la tesi dell’immunità da responsabilità civile delle agenzie di *rating* nei confronti dei terzi investitori sfornita di convincenti appigli,

individuo è nella posizione di lamentarsi per un danno da informazione economica, sono legate alla presenza di tre elementi: “l’informazione inesatta di natura economica, il rapporto tra il danneggiato e l’informatore che non trova il proprio fondamento in un contratto o che, comunque, non è finalizzato alla conclusione di un contratto tra questi due soggetti, un danno, comunemente qualificato come “meramente patrimoniale”, non incidente su “un bene giuridicamente tutelato”<sup>157</sup>. Una volta spiegato ciò, le azioni connesse al risarcimento del danno si possono raggruppare in due macro categorie:

- 1) Tutti i casi in cui un individuo si lamenta delle conseguenze delle sue azioni dopo aver fatto affidamento alle informazioni inesatte di un terzo: nel concreto, si descrive la situazione in cui una società chiama in causa un’agenzia di *rating* per un giudizio errato, eccessivamente favorevole o sfavorevole;
- 2) Tutti i casi in cui un individuo si lamenta per aver ricevuto un danno sul suo conto o per mano di un terzo attore: nel concreto, si descrive la situazione in cui la società emittente chiama in causa l’agenzia di *rating* per una valutazione scorretta sulla società stessa.

In ogni caso, si potrebbero presentare anche ulteriori scenari davanti al legislatore, come, ad esempio, quello legato all’ipotesi in cui “il pregiudizio lamentato sia collegato non all’investimento realizzato ma a quello che non è stato effettuato, a causa di un *rating* negativo, rivelatosi poi infondato”<sup>158</sup>; in questo caso, allora, si tratterebbe principalmente di “una lesione in senso negativo della libertà contrattuale del risparmiatore, il quale è stato indotto a non concludere un contratto di investimento che, invece, sarebbe stato concluso, se la valutazione fosse stata corretta”<sup>159</sup>. Il danno lamentato sarà dunque rappresentato dal guadagno che l’investitore avrebbe ricavato qualora avesse comunque effettuato l’investimento.

---

il formante dottrinario italiano si è orientato nel senso di inquadrarla nel più generale statuto della responsabilità di chi fornisce informazioni inesatte.”

<sup>157</sup> De Pretis E. *La responsabilità delle agenzie di rating tra diritto europeo e soluzioni di diritto interno*. Tesi di Dottorato di ricerca in Diritto Privato, Università degli Studi di Milano- Bicocca, 2013

<sup>158</sup> Facci G. *Le agenzie di rating e la responsabilità per le informazioni inesatte*. In *Contratto e impresa*, 2008.

<sup>159</sup> Ibid.

### *3.3 I profili di responsabilità delle agenzie e la risarcibilità del danno da informazione inesatta*

A prescindere di quale caso si tratti, una caratteristica in comune tra tutte le tre categorie sopra elencate è legata all'instaurazione di un rapporto o di un contatto diretto tra professionista e terzo/cliente, sulla base del quale viene diffusa l'informazione (inesatta o fuorviante). A questo proposito, la riflessione giuridica si è soffermata più volte su due questioni, entrambe riconducibili all'ampio problema della qualificazione della responsabilità davanti al danno da informazione inesatta. In particolare, le due questioni sono state così presentate: innanzitutto ci si è domandati, qualora non esistesse una disciplina speciale della responsabilità della figura professionale delle agenzie di *rating*, se, appunto, dovesse essere comunque ammessa una forma di responsabilità e, successivamente, se la responsabilità ammessa dovesse essere qualificata come contrattuale o extracontrattuale e come, in virtù di questa, provvedere alla risarcibilità del danno. Difatti, prima dell'introduzione dell'art. 35-*bis* ad opera del Regolamento UE n. 462/2013 istituendo una disciplina particolare in materia di responsabilità delle agenzie di *rating*, la risarcibilità del danno da *rating* era ancora una questione aperta<sup>160</sup>, come dimostra, ad esempio, la presa di posizione in senso negativo della sentenza del Tribunale di Roma del 17 gennaio 2012, n. 835<sup>161</sup>. “Si è trattato e si tratta tuttora di un compito non facile, posto che i limiti che una concezione tradizionale della responsabilità civile generalmente incontra, quando entrano in gioco interessi così poliedrici quali gli interessi riconosciuti e tutelati dal diritto dei mercati finanziari, sono bene evidenti nell'evaporazione della linea di confine tra responsabilità contrattuale e responsabilità extracontrattuale che, per vero, caratterizza l'intero settore della responsabilità da informazioni inesatte”.<sup>162</sup>

Si proceda per ordine. Nella poca giurisprudenza che, nel corso degli anni, ha trattato l'argomento si ravvede come la natura della responsabilità in materia di danno da informazione inesatta sia legata ad un rapporto di tipo extracontrattuale, riconducendola

---

<sup>160</sup> Picciau C. *La responsabilità delle agenzie di rating per diffusione di giudizi inesatti sul mercato finanziario*. Tesi di Dottorato in Diritto Commerciale, Università degli Studi di Milano, 2014.

<sup>161</sup> Per approfondire si confronti il caso alla fonte: <http://www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/13654.pdf>.

<sup>162</sup> Picciau C. *La responsabilità delle agenzie di rating per diffusione di giudizi inesatti sul mercato finanziario*. Tesi di Dottorato in Diritto Commerciale, Università degli Studi di Milano, 2014.

all'art. 2043 Codice Civile<sup>163</sup>, secondo il quale sussiste una forma di estraneità dell'investitore rispetto al rapporto contrattuale tra agenzia di *rating* e società emittente, esclusi ovviamente i casi in cui il *rating* sia stato "commissionato" dall'investitore stesso o comunque sia rintracciabile in un rapporto contrattuale tra l'agenzia e investitore (Picciau C., 2014). Contrariamente a ciò, un'altra parte della dottrina, anche a seguito delle novità introdotte nella disciplina dei servizi di *rating* dal Regolamento CE n. 1060/2009, ha ritenuto che la responsabilità delle agenzie di *rating* si avvicini maggiormente alla responsabilità "da contatto sociale qualificato"<sup>164</sup>, senza però incorrere in ulteriori generalizzazioni.

Inoltre, vi è anche chi ha ritenuto che "una differenza in punto di qualificazione della responsabilità possa essere tracciata a seconda che l'agenzia di *rating* sia registrata o meno e a seconda che il *rating* diffuso al pubblico sia stato o meno emesso a fini regolamentari"<sup>165</sup>. Nella prima ipotesi, infatti, l'agenzia, in virtù della sua figura professionale, andrebbe incontro ad una responsabilità di tipo contrattuale, mentre nel secondo caso, "l'agenzia di *rating* potrebbe essere considerata un operatore "libero" del mercato, essendo pertanto responsabile esclusivamente in via extracontrattuale nei confronti dei terzi investitori"<sup>166</sup>.

Un primo tentativo di risoluzione del problema è stato portato avanti a livello europeo nel 2009 con l'emanazione del Regolamento CE n. 1060/2009<sup>167</sup>, dove al Considerando n. 69 si può leggere: "Fatta salva l'applicazione del diritto comunitario, eventuali richieste di risarcimento nei confronti delle agenzie di *rating* del credito per violazione delle disposizioni del presente regolamento dovrebbero essere proposte a norma della pertinente legislazione nazionale in materia di responsabilità civile."<sup>168</sup> Il regolamento quindi non dettava una disciplina specifica su come risolvere la questione bensì rimandava il problema alla giurisdizione nazionale dalla quale si faceva appello. A pochi anni di distanza dall'emanazione del Regolamento CE n. 1060/2009, l'Unione Europea, ha

---

<sup>163</sup> Sotto la voce Risarcimento per fatto illecito, l'art.2043 afferma: "Qualunque fatto doloso o colposo, che cagiona ad altri un danno ingiusto, obbliga colui che ha commesso il fatto a risarcire il danno." Fonte: <https://www.ricercagiuridica.com/codici/vis.php?num=10545>

<sup>164</sup> Ginevri Sacco A. *Agenzia di rating ed informazioni al pubblico nella legge Draghi, dopo il recepimento della direttiva "Market Abuse" e l'emanazione della legge 262/05*. Tesi di Dottorato di Laurea in Scienze aziendali economico-giuridiche, Università degli Studi Roma Tre, 2010.

<sup>165</sup> Picciau C. *La responsabilità delle agenzie di rating per diffusione di giudizi inesatti sul mercato finanziario*. Tesi di Dottorato in Diritto Commerciale, Università degli Studi di Milano, 2014.

<sup>166</sup> Ibid.

<sup>167</sup> Cfr. nota 117.

<sup>168</sup> Consultabile al sito:

<https://eurlex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2009:302:0001:0031:IT:PDF>.

percepito il *bisogno* di ritornare sulla questione della responsabilità civile delle agenzie di *rating*, al fine di disciplinarla in modo più efficace, senza rimandare alla volontà dei singoli Stati membri. In questo modo allora, l'art. 1, n. 22) del Regolamento UE n. 462/2013 ha inserito nel testo dell'originario Regolamento del 2009 il nuovo Titolo III *bis* (intitolato "Responsabilità civile delle agenzie di *rating* del credito"), composto da un solo articolo (art. 35 *bis*), che detta norme obbligatorie in materia di responsabilità civile delle agenzie di *rating*<sup>169</sup>.

### 3.4 L'art. 35-bis del Regolamento CE n. 1060/2009

Prima di passare alla rassegna tecnica dell'art.35-*bis*, occorre prima porre l'accento su alcuni punti fondamentali del Regolamento, quali:

- "il Regolamento detta una disciplina immediatamente applicabile in tutti gli Stati membri, senza *bisogno* di essere trasposta nei singoli ordinamenti interni;
- il Regolamento CE n. 1060/2009 ss.mm. si applica solo ai *rating* emessi dalle agenzie di *rating* del credito registrate nell'Unione Europea e che sono comunicati al pubblico o distribuiti previo abbonamento (art. 2, par. 1); il medesimo ambito di applicazione varrà, di conseguenza, per la disciplina di cui all'art. 35 *bis*;
- l'art. 35 *bis* disciplina la responsabilità civile delle agenzie di *rating* del credito per i danni cagionati sia ad investitori che ad emittenti in seguito alla violazione delle prescrizioni contenute nell'Allegato III"<sup>170</sup>.

Il paragrafo 1 recita:

*"Responsabilità civile 1.* Se un'agenzia di *rating* del credito ha commesso intenzionalmente o per colpa grave una delle violazioni di cui all'allegato III che ha inciso sul *rating* del credito, l'investitore o l'emittente possono chiedere all'agenzia di *rating* il risarcimento dei danni subiti a causa della violazione. Un investitore può chiedere

---

<sup>169</sup> De Pretis E. *La responsabilità delle agenzie di rating tra diritto europeo e soluzioni di diritto interno.* Tesi di Dottorato di ricerca in Diritto Privato, Università degli Studi di Milano- Bicocca, 2013

<sup>170</sup> De Pretis E. *La responsabilità delle agenzie di rating tra diritto europeo e soluzioni di diritto interno.* Tesi di Dottorato di ricerca in Diritto Privato, Università degli Studi di Milano- Bicocca, 2013

il risarcimento dei danni ai sensi del presente articolo qualora provi di aver ragionevolmente riposto affidamento, in conformità dell'articolo 5 *bis*, paragrafo 1, o in ogni caso con la dovuta diligenza, su un *rating* del credito per assumere la decisione di investire, detenere o cedere uno strumento finanziario oggetto del *rating* del credito. Un emittente può chiedere il risarcimento dei danni ai sensi del presente articolo” qualora provi che esso stesso o i propri strumenti finanziari sono oggetto del *rating* del credito e che la violazione non è stata causata da informazioni inesatte o fuorvianti fornite dall'emittente all'agenzia di *rating* del credito, direttamente o tramite informazioni pubblicamente accessibili”<sup>171</sup>.

Iniziando ad analizzare il testo dell'articolo<sup>172</sup>, si nota immediatamente come non vi siano riferimenti che portino ex ante all'esclusione di una delle due forme di responsabilità (contrattuale od extracontrattuale) dall'ambito di applicazione della stessa. Al contrario, “sembra di potersi trarre l'indicazione opposta, ossia la volontà di dettare una disciplina omnicomprensiva, che riunisca tutte le ipotesi in cui può sorgere una responsabilità civile dell'agenzia di *rating* per i pregiudizi derivanti dall'emissione di una valutazione non corretta”<sup>173</sup>. A conferma di quanto detto, il par. 1, comma 3 stabilisce che l'emittente “può chiedere il risarcimento dei danni qualora provi che esso o i propri strumenti finanziari sono oggetto del *rating* e che la violazione non è stata causata da informazioni inesatte o fuorvianti fornite dall'emittente all'agenzia di *rating* del credito, direttamente o tramite informazioni pubblicamente accessibili”<sup>174</sup>. Infatti, se da un lato si fa riferimento alle informazioni direttamente fornite dall'emittente all'agenzia di *rating* già immaginandosi quindi una situazione con a capo un tipo di rapporto contrattuale, dall'altro il riferimento alle informazioni pubblicamente accessibili calza bene sia con l'ipotesi in cui il *rating* sia richiesto (responsabilità contrattuale) sia con l'ipotesi in cui il *rating* non sia richiesto (responsabilità extracontrattuale)<sup>175</sup>.

Se da un lato l'adozione di una normativa di questo tipo, ossia che “disciplini ogni possibile ipotesi di responsabilità che può sorgere in capo al *rater*, a prescindere dal fatto

---

<sup>171</sup> Ibid.

<sup>172</sup> Per ragioni oggettive, si concentrerà l'attenzione solo sul primo paragrafo dell'articolo, laddove sono presenti i riferimenti maggiori in termini di responsabilità. Per un ulteriore approfondimento si rimanda, in via ipotetica, ad un futuro elaborato, realizzabile alla fine della Laurea Magistrale da me intrapresa.

<sup>173</sup> De Pretis E. *La responsabilità delle agenzie di rating tra diritto europeo e soluzioni di diritto interno*. Tesi di Dottorato di ricerca in Diritto Privato, Università degli Studi di Milano- Bicocca, 2013

<sup>174</sup> Ibid.

<sup>175</sup> Ibid.

che danneggiato sia un investitore od un emittente e qualsiasi sia il suo rapporto (contrattuale o meno) con la società di *rating*, è meritorio”<sup>176</sup>, dal momento in cui cerca di coprire tutte quelle situazioni, che se trascurate, potrebbero portare a giudizi di irresponsabilità, dall’altro l’istituzione di una responsabilità “ibrida”<sup>177</sup>, che unisce quella contrattuale ed extracontrattuale regolata in un’unica disciplina, non può che sollevare qualche dubbio; dubbi che inoltre si accrescono nel momento in cui si effettua anche un confronto tra la tutela al danneggiato prodotta dalla normativa europea e la tutela invece prodotta al danneggiato dal diritto interno. Probabilmente anche in questa situazione, il legislatore europeo “si è scontrato con la difficoltà di dettare una normativa cogente e direttamente applicabile negli ordinamenti degli Stati membri che si armonizzi a tante tradizioni giuridiche diverse”<sup>178</sup>.

Per quanto concerne infine la risarcibilità del danno, argomento dal quale è partita la trattazione per affrontare il tema della responsabilità civile, il ricorso allora alla figura dell’obbligazione senza prestazione (ossia alla responsabilità extracontrattuale), ex art. 2043 Codice Civile, non può più esistere, come in precedenza, a fondare la risarcibilità del danno da *rating*. “Essa è, infatti, espressamente sancita dall’art. 35-*bis*, come introdotto dal Regolamento UE n. 462/2013, e non possono esservi più dubbi sulla possibilità che l’emittente e gli investitori siano legittimati a chiedere giudizialmente il ristoro dei danni subiti a seguito della diffusione di un *rating* errato sul mercato”<sup>179</sup>. Il dibattito in merito alla risarcibilità del danno da *rating* non ha più alcuna motivo di porsi<sup>180</sup>.

### 3.5 Il reato del Market Abuse

L’espressione “abuso di mercato” (*Market Abuse*) si presenta innanzitutto come una formula riassuntiva per ricomprendere al suo interno due differenti categorie di illecito: l’abuso di informazione privilegiate (definito *insider trading*) e la manipolazione

---

<sup>176</sup> Ibid.

<sup>177</sup> Ibid.

<sup>178</sup> Ibid.

<sup>179</sup> Picciau C. *La responsabilità delle agenzie di rating per diffusione di giudizi inesatti sul mercato finanziario*. Tesi di Dottorato in Diritto Commerciale, Università degli Studi di Milano, 2014.

<sup>180</sup> Ibid.

del mercato. Per quanto riguarda la prima fattispecie, si può parlare di *insider trading* quando un investitore (definito *insider primario*), in possesso di un'informazione privilegiata ossia "un'informazione non ancora resa nota al pubblico ed in grado di avere effetti diretti sul prezzo di uno strumento finanziario"<sup>181</sup>, sfrutta questa situazione di vantaggio per compiere attività di trading, oppure decide di comunicare l'informazione in questione ad altri investitori (definiti a loro volta *insider secondari*) o ancora, decide di raccomandare particolari investimenti sfruttando sempre questo stesso vantaggio informativo (si parlerà a questo proposito di *tipping e tuyayutage*).

Come invece è stato già precedentemente spiegato, la manipolazione del mercato consiste invece nella diffusione di informazioni inesatte o false ma apparentemente degne di credito con lo scopo di modificare successivamente l'andamento del mercato finanziario. All'interno dell'ordinamento italiano, fino al 2005 i casi di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato andavano incontro ad una sanzione solo in sede penale sotto forma di delitti dagli artt. 184 e 185 del TUF<sup>182</sup> (Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, noto anche come Legge Draghi in vigore da luglio 1998).

Successivamente, con l'emanazione della legge 18 aprile 2005, n. 62<sup>183</sup> (Disposizioni per l'adempimento di obblighi derivanti dall'appartenenza dell'Italia alle Comunità europee. Legge comunitaria 2004), attuativa della direttiva n. 2003/6/CE (cosiddetta *Market Abuse Directive – MAD I*), ai delitti sopra citati vennero aggiunti altri due paralleli illeciti amministrativi, previsti rispettivamente dagli artt. 187-*bis* (*insider trading*) e 187-*ter* (manipolazione di mercato) del TUF<sup>184</sup>. "Questi illeciti amministrativi risultano perfettamente corrispondenti ai citati delitti, nel senso che hanno la medesima formulazione della corrispondente fattispecie penale. Peraltro, tale sovrapposizione dell'ambito applicativo di ciascun delitto con il corrispondente illecito amministrativo è contemplata dallo stesso legislatore, come risulta dalla clausola di apertura degli artt. 187-*bis* e 187-*ter* "salve le sanzioni penali quando il fatto costituisce reato"<sup>185</sup>.

---

<sup>181</sup> Caruso A. *Market abuse tra disciplina e applicazione giurisprudenziale*, 2018. Consultabile sul sito: [www.iusinitinere.it/market-abuse-disciplina-applicazione-giurisprudenziale-7955](http://www.iusinitinere.it/market-abuse-disciplina-applicazione-giurisprudenziale-7955).

<sup>182</sup> Consultabili sul sito: [http://www.consob.it/documents/46180/46181/dlgs58\\_1998.pdf/e15d5dd6-7914-4e9f-959f-2f3b88400f88](http://www.consob.it/documents/46180/46181/dlgs58_1998.pdf/e15d5dd6-7914-4e9f-959f-2f3b88400f88).

<sup>183</sup> Consultabile sul sito: <http://www.parlamento.it/parlam/leggi/05062l.htm>.

<sup>184</sup> Cfr. nota 178.

<sup>185</sup> Scarpin S. *Market abuse: inammissibilità delle questioni di costituzionalità e conseguente salvezza del doppio binario sanzionatorio*. 2016. Disponibile sul sito: [www.giurisprudenzapenale.com](http://www.giurisprudenzapenale.com)

La creazione però di questo “doppio binario” ha suscitato non poche polemiche. Il dibattito è stato infatti definitivamente interrotto quando il giudice europeo ha censurato, dichiarando la disciplina sopra citata in contrasto con l’art. 4 del Protocollo 7 della Convenzione Europea dei Diritti dell’Uomo (CEDU)<sup>186</sup>, secondo la quale “Nessuno può essere perseguito o condannato penalmente dalla giurisdizione dello stesso Stato per un reato per il quale è già stato assolto o condannato a seguito di una sentenza definitiva conformemente alla legge e alla procedura penale di tale Stato”<sup>187</sup>.

In virtù di questa modifica, l’individuo del fatto illecito in materia di manipolazione del mercato, ai sensi dell’art. 185 TUF, sarà dunque “chiunque diffonde notizie false o pone in essere operazioni simulate o altri artifici concretamente idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari”<sup>188</sup>, il quale verrà inoltre punito con la reclusione da uno a sei anni e con la multa da euro ventimila a euro cinque milioni. Prima ancora di passare all’analisi della sentenza descritta in Premessa, è necessario soffermarsi su una questione: le conseguenze prodotte da un atto illecito quale la manipolazione del mercato hanno una portata nettamente differente qualora si tratti di una società chiusa o un individuo, e qualora si tratti invece di un ente pubblico o uno Stato. In questo ultimo caso infatti, a vacillare non è l’apparato unico e circoscritto di una società, bensì è quello di un intero paese. Il danno da manipolazione del mercato provoca infatti una falsa rappresentazione della realtà con l’immediata conseguenza di stravolgere le decisioni prese da una quantità innumerevole di individui. L’informazione inesatta fornita da un’agenzia di rating diventerà quindi fuorviante per un’intera categoria di investitori pubblici che così, visti crollare i propri investimenti, decideranno di dipendere ancor di più dalle valutazioni – anche se errate – delle agenzie. Date le definizioni di *market abuse* e di manipolazione di mercato, è interessante ora analizzare un caso specifico in riferimento a questa disciplina, ossia la pronuncia della sentenza n. 837, depositata il 29 settembre 2017, da parte del Tribunale di Trani riunito in composizione collegiale in data 30 marzo 2017, relativa “Declassamenti del *rating* e manipolazione del mercato: sentenza di assoluzione per *Standard & Poor's*”<sup>189</sup>. La sentenza ha riguardato in

---

<sup>186</sup> Consultabile sul sito: [https://www.echr.coe.int/Documents/Convention\\_ITA.pdf](https://www.echr.coe.int/Documents/Convention_ITA.pdf).

<sup>187</sup> Convenzione Europea dei Diritti dell’Uomo ([http://www.echr.coe.int/Documents/Convention\\_ITA.pdf](http://www.echr.coe.int/Documents/Convention_ITA.pdf))

<sup>188</sup> Articolo 185 consultabile presso il sito:

[http://www.consob.it/documents/46180/46181/dlgs58\\_1998.pdf/e15d5dd6-7914-4e9f-959f-2f3b88400f88](http://www.consob.it/documents/46180/46181/dlgs58_1998.pdf/e15d5dd6-7914-4e9f-959f-2f3b88400f88).

<sup>189</sup> Caruso A. *Market abuse tra disciplina e applicazione giurisprudenziale*, 2018. Consultabile sul sito: [iusinitinere.it/market-abuse-disciplina-applicazione-giurisprudenziale-7955](http://iusinitinere.it/market-abuse-disciplina-applicazione-giurisprudenziale-7955)

primo piano lo Stato italiano e, anche se non è stata poi frutto di condanne, ha mostrato come la manipolazione del mercato nel settore pubblico (in questo caso uno Stato) può avere danni indelebili sull'economia del paese.

### 3.6 *Declassamenti del rating e manipolazione del mercato: sentenza di assoluzione per Standard & Poor's*

#### 3.6.1 *Contestualizzazione*

Prima di analizzare nel dettaglio la qui presente sentenza, occorre contestualizzare i fatti precedenti a questa al fine di comprendere al meglio le varie dinamiche ed i processi che si celano dietro la decisione ultima del legislatore in sede al Tribunale di Trani. Possiamo tracciare le tappe fondamentali della vicenda, ponendo l'accento su tre episodi specifici: il primo quando, in data 21 maggio 2011, è stato diffuso dall'agenzia di *rating Standard & Poor's* un report avente ad oggetto il taglio del debito sovrano italiano (tuttavia le motivazioni alla base del declassamento sono state diffuse solo due giorni dopo, ossia il 23 maggio 2011); il secondo quando, in data venerdì 1 luglio 2011, *Standard & Poor's* ha elaborato e diffuso una nota "contenente giudizi negativi sulla manovra finanziaria presentata dal Ministero dell'Economia, ancor prima che la medesima fosse pubblicata in Gazzetta Ufficiale"<sup>190</sup>. Difatti, la diffusione di questa nota in via "anticipata" avrebbe provato delle "turbolenze sul mercato dei titoli di Stato italiani, con pericolo concreto di deprezzamento degli stessi"<sup>191</sup>. Infine l'ultimo episodio, risalente al 5 dicembre 2011, riguardante la decisione di *Standard & Poor's* di pubblicare un comunicato tramite il quale veniva preannunciato un successivo ed ulteriore declassamento dei titoli di Stato italiani (attività definita di *credit watch*), senza difatti decretarlo (si legge nell'Accusa): "l'effetto sarebbe stato quello di creare un concreto pericolo di «predisporre negativamente i mercati finanziari, nonostante l'intervenuto cambio di leader alla guida del Governo e le riforme strutturali preannunziate»"<sup>192</sup>. Così il 13 gennaio 2012,

---

<sup>190</sup> Ibid.

<sup>191</sup> Ibid.

<sup>192</sup> Ibid.

venne data definitiva attuazione al declassamento dei titoli di Stato, segnando l'inizio della procedura di accusa dello Stato italiano nei confronti della celebre agenzia di *rating*.

### 3.6.2 *I capi d'accusa*

Passando adesso all'analisi delle ipotesi accusatorie formulate dal Pubblico Ministero di Trani, si può notare come queste reggano principalmente su due capi di imputazione<sup>193</sup>:

Il capo a) che fa riferimento alle "presunte condotte di manipolazione del mercato ex art 185 TUF (aggravate ai sensi dell'art 61, n.7 c.p.) contestate nei confronti di 5 soggetti, analisti o manager della *Standard & Poor's* perché, in concorso tra loro e con più azioni esecutive di un medesimo disegno criminoso ed in tempi diversi (compresi tra il maggio 2011 ed il gennaio 2012) ponevano in essere una serie di artifici – tanto nell'elaborazione quanto nella diffusione (comunicazione ai Mercati Finanziari) dei "*rating*" sul debito sovrano italiano – concretamente idonei a provocare:

- 1) una destabilizzazione dell'immagine e del prestigio e affidamento creditizi dell'Italia sui mercati nazionali ed internazionali;
- 2) una sensibile alterazione del valore dei titoli di Stato italiano, segnatamente un loro deprezzamento;
- 3) un indebolimento della moneta italiana ed europee "Euro"<sup>194</sup>.

Secondo il Pubblico Ministero infatti "fornivano intenzionalmente ai Mercati finanziari (quindi agli investitori) un'informazione tendenziosa e distorta in merito all'affidabilità creditizia italiana ed alle iniziative di risanamento e rilancio economico

---

<sup>193</sup> Sentenza consultabile al sito: <https://www.dpei.it/diritto-penale-bancario-dei-mercati-finanziari/declassamenti-rating-manipolazione-mercato-sentenza>.

<sup>194</sup> Caruso A., *Market abuse tra disciplina e applicazione giurisprudenziale*, 2018. Consultabile sul sito: [iusinitinere.it/market-abuse-disciplina-applicazione-giurisprudenziale-7955](https://iusinitinere.it/market-abuse-disciplina-applicazione-giurisprudenziale-7955).

adottate dal Governo italiano, per modo di disincentivare l'acquisto di titoli di debito pubblico italiano e deprezzarne, così, il valore”<sup>195</sup>

### 3.4.3 *La decisione*

Per la soluzione della causa, all'inizio il legislatore ha preso in considerazione il Regolamento (CE) n. 1060/2009 (cfr. cap.2 sez.2) che, fino al 2013 aveva rappresentato la norma di riferimento disciplina dell'attività di *rating* a livello europeo; l'obiettivo preposto era infatti sempre quello di migliorare “la trasparenza, la responsabilità, la buona *governance* e l'affidabilità delle attività di *rating*, fattore di primario rilievo nella prospettiva di garantire la stabilità e l'integrità dei mercati”<sup>196</sup>. Ciononostante, il Regolamento CE n.1060/2009 non si è dimostrato d'aiuto in quanto al suo interno non era disciplinata l'attività di *credit watch*.

Procedendo episodio per episodio, il Collegio ha decretato come la prima condotta contestata (risalente al 21-23 maggio 2011) dal Pubblico Ministero di Trani fosse penalmente irrilevante. Difatti, “non solo non è stata dimostrata la falsità dei dati alla base del taglio del *rating*, ma, e soprattutto, lo stesso declassamento del *rating*, non rappresenterebbe una valutazione definitiva in termini di affidabilità in senso proprio, essendo piuttosto mera prospettiva di *rating*. Gli imputati, dunque, sono assolti perché il fatto non sussiste”<sup>197</sup>. Anche per il secondo episodio (risalente al 1 luglio 2011) e per il terzo (risalente al 5 dicembre) è stata adottata la stessa procedura.

Infine, in merito all'episodio del doppio declassamento del debito sovrano italiano (in data 13 gennaio 2012), il giudice decide di assolvere gli imputati in quanto il fatto in oggetto non costituisce reato.

“Il Tribunale ritiene infatti che seppur la diversità tra la prima e la seconda comunicazione fosse effettivamente idonea ad ingannare un potenziale investitore tuttavia, non ritiene provato il dolo richiesto dalla norma in esame”<sup>198</sup>. All'interno delle

---

<sup>195</sup> Sentenza consultabile al sito: <https://www.dpei.it/diritto-penale-bancario-dei-mercati-finanziari/declassamenti-rating-manipolazione-mercato-sentenza>.

<sup>196</sup> Caruso A. *Market abuse tra disciplina e applicazione giurisprudenziale*, 2018. Consultabile sul sito: [iusinitinere.it/market-abuse-disciplina-applicazione-giurisprudenziale-7955](http://iusinitinere.it/market-abuse-disciplina-applicazione-giurisprudenziale-7955).

<sup>197</sup> Ibid.

<sup>198</sup> Ibid.

stesse considerazioni conclusive della sentenza si può leggere infatti come: “nei reati di mera condotta, come quello di manipolazione del mercato, il momento volitivo riguarda la sola realizzazione dell’azione o dell’omissione e non anche gli effetti della condotta (ovvero l’evento, di natura giuridica), posto che il risultato vietato dalla norma è costituito dall’idoneità della condotta a determinare una “sensibile alterazione” del mercato, potendo rilevare l’analisi ex post solo come conferma per la configurabilità dell’elemento materiale e non anche di quello soggettivo”<sup>199</sup>.

In virtù di ciò, ponendosi come elemento costitutivo del reato, il dolo deve essere sempre rigorosamente provato e “può essere affermato solo quando le modalità estrinseche dell’azione ne consentono di ritenerne provata la sussistenza”<sup>200</sup>. Di conseguenza, poiché il reato di cui all’art. 185 TUF non è considerato come dolo specifico, si può solo riconoscere “la coscienza e volontà diffondere al mercato una notizia falsa unitamente alla consapevolezza dell’idoneità di tale condotta a cagionare una “sensibile alterazione” dei prezzi degli strumenti finanziari”<sup>201</sup>. In conclusione, l’irrelevanza penale delle condotte precedenti il 13 gennaio e l’ambito ristretto della rilevanza penale delle condotte relative al doppio declassamento, non consentono di affermare con certezza la sussistenza del dolo richiesto dalla norma incriminatrice.

---

<sup>199</sup> Ibid.

<sup>200</sup> Ibid.

<sup>201</sup> Ibid.

## CONCLUSIONI

Giunti a questo punto, desidererei concludere il mio elaborato, riportando qui sotto una celebre frase del noto saggista americano Thomas L. Friedman, che afferma:

*“There are two superpowers in the world today in my opinion. There’s the United States and there’s Moody’s Bond Rating Service. The United States can destroy you by dropping bombs, and Moody’s can destroy you by downgrading your bonds. And believe me, it’s not clear sometimes who’s more powerful.”*<sup>202</sup>

All’interno di questa citazione, a mio avviso, vi rientra tutta l’essenza del mio elaborato. Lungo il corso di queste pagine, ho infatti cercato di trasmettere quanto centrale e potente sia il ruolo dell’informazione oggi giorno e quanto però, purtroppo, sia alle volte sottovalutato. L’interesse che, alcuni mesi fa, mi ha spinto ad approfondire l’argomento di questo lavoro, è nato proprio dallo studio, durante il corso di Diritto dell’economia, delle dinamiche di manipolazione informativa portato avanti dalle agenzie di *rating* negli anni duemila. Il potere da queste accumulato – più o meno consapevolmente – è infatti realmente paragonabile al potere militare detenuto dagli Stati Uniti: come un ago di una bilancia che oscilla tra successo e default, le agenzie di *rating* si sono caratterizzate per essere l’effettivo termometro dello stato di salute del mercato. È allora adesso comprensibile il grande sforzo portato avanti dai legislatori europei e statunitensi per cercare di giocare con il fuoco ma bruciarsi il meno possibile: avere a che fare con le agenzie di *rating* e con un tale potere significava veramente mettere in gioco il destino di un individuo, una società o *in extremis* di uno Stato. A termine dell’analisi da me svolta, ritengo si possa affermare come, se da una parte il valore informativo del *rating* deve essere tutelato e reso idoneo alle aspettative che su di questo vengono riposte, dall’altra risulta evidente come le agenzie abbiano operato in un regime di oligopolio che troppo poco spazio ha lasciato alla correttezza e all’affidabilità, rendendo molto complicato il recupero della situazione. Nonostante i vari tentativi portati avanti dalle istituzioni, sembra che si sia ancora lontani dal risanamento delle principali lacune legate all’azione delle agenzie, in primis il conflitto di interessi che vi è al loro interno, per arrivare poi alla presenza di una regolamentazione insufficiente in materia di responsabilità civile. Se a ciò si aggiunge poi la natura delle agenzie stesse, sin dall’inizio legate a fenomeni di *rating*-

---

<sup>202</sup> Tratta dall’intervista al giornalista T.L Friedman, trasmessa il 13/09/1996 da *PBS television broadcast*.

*driven* e di tornaconti personali, si comprende definitivamente come il quadro delineato abbia bisogno di ulteriori interventi. Dopo essersi affidati ciecamente – sin troppo a lungo – alle agenzie di *rating*, risulta adesso evidente come non ci sia più tempo e spazio per nuove politiche di autoregolamentazione. Se l'informazione è davvero necessaria per noi e per il funzionamento del mercato, questione che spero di aver spiegato nella maniera più corretta ed esaustiva lungo questo elaborato, è allora giunto il momento di capire come questa non debba essere più abbandonata a sé stessa, bensì disciplinata e regolamentata tramite gli stessi organismi di diffusione dei dati, al fine di costruire un sistema valido di incentivi per queste società e da assicurare che crisi di tale portata non si ripetano più in futuro.

## ABSTRACT

One of the features of a financial market is the uncertainty and its partial dependence on the case. It is possible to talk about a partial dependence since there are two ways of regulating the functioning of a market: the first, through precise regulation by the vigilant authorities, the second one instead through the assignment, to all the subjects that operate in the market, of instruments able to guarantee them correct results. One of these tools is, without doubts, the information. A key role in this issue is represented by the so-called “market gatekeepers”, which are subjects that, with their position, manage to orientate, incentivize or discourage investors' choices and operations: rating agencies fall into this category. The rating is defined as an evaluation, developed and expressed by specialized agencies (rating agencies) on the ability to pay or not the debts incurred by the debtor. Their birth dates back to the end of the 19th century and the beginning of the 20th century when, for the United States of America, these years were years characterized by a profound economic change, allowing an immediate growth of investments: to do this, it was necessary to find a larger number of interested companies and in order to convince themselves to invest, they would have needed full security on the validity of their future operation. The first real model of rating activity is attributed to John Moody when, in 1909, he published the first rating manual and began to organize the birth of what was classified as the first credit rating agency in history; Moody's innovation lay in its ability to offer up-to-date information to various investors, which functioned almost as certifications. Coming back to the rating, there are mainly three functions of this tool: reduction of information asymmetries, which could produce situations of adverse selection or moral hazard; certification function and, last one, monitoring of invested securities. Regarding the process of determining and assigning the rating, it lasts 4-6 weeks; usually the evaluation starts after a request from the issuer and goes through several phases: data collection; data analysis, document collection, issuance, publication and rating monitoring. At the end of the process, the rating may be affirmed, upgraded, downgraded or even rejected by the issuer. For the determination of a rating and its monitoring, a standardized scale is also used, which is divided into two categories, investment grade and speculative grade: all the investment companies with a low insolvency risk are included in the investment grade, holding positions from the first to the tenth; on the contrary, the speculative grade contains the indicators from the 11th to

the 26th, classifying all judgments relating to companies with a poor structure. In order to deal with the regulation of rating agencies it is necessary to distinguish between US regulation and European regulation and subsequently between the situation before the bursting of the speculative bubble in 2008 and the one immediately afterwards. As for the United States of America, in order to have a partially complete regulatory discipline it is necessary to wait until 1970: in fact, the year 1973 represents the first turning point with the adoption by the SEC of Rule 15c3-1, which is the first provision on securities that formally includes the use of credit ratings, unless that it comes from certain agencies recognized as Nationally Recognized Statistical Rating Organizations (NRSRO). Another milestone is represented by the contribution of the International Organization of Securities Commissions (IOSCO) which, with the publication of the Statement of Principles Regarding Activities of Credit Rating Agencies, listed a series of principles necessary for the good functioning of the rating activity, that are: quality and integrity of the rating process, independence, solution for conflicts of interest, transparency, timeliness of ratings disclosure and confidential information. However, the document that definitively regulated the rating was the Credit Rating Agency Reform Act (CRARA), issued in 2006, which guarantees the SEC exclusive regulatory powers, now governed by a new section entitled 15E, especially in the field of conflict of interest. Two years after the issuance of the Credit Rating Agency Reform Act, in 2008, the crisis broke out and never as at that time the rating agencies had such a heavy responsibility. In fact, they were blamed for having contributed to the credit securitization process, therefore proposing a valuation of the securities that is not true with respect to the underlying asset; in addition; they have been blamed for the existence of information asymmetries between the issuer and the investor and the use of a single scale for different types of securities (credit and structured types). Given this state of affairs experienced during the crisis, the US has understood the need to regulate, through the contribution of a legislator, the activity of rating by starting a new legislative phase: this started in 2008, when the Financial Stability Forum has published the Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience in which it brings together in different areas (quality of processes, data and distinction of titles) some recommendations to improve the safety and work of the financial market. The last stage, but not the least important, of the US rating regulation was the one connected to the issuing of the Dodd-Frank Act which was approved in July 2010 and represents an extraordinary work of reform of the regulatory system: for the first

time the crucial role of rating agencies as gatekeepers in the market is highlighted and correctly recognized, comparable to that of financial analysts. Furthermore, the document confers even stronger and more stringent powers to the SEC than those attributed with the CRARA in the matter of: recognition of the NRSRO, procedure for determining the rating and independence of the board of directors, a subject regulated for the first time in Section 932. When it comes to the European regulation, the situation is very different. The first years the rating activity was under a total self-regulation: the only sanctions a company could receive were the so-called market sanctions, or the loss of credibility in determining the rating. A first step towards regulation was made by the stipulation of the Basel agreements, in 2006, which first established, at the European level, the eligibility criteria that an agency had to respect: objectivity, independence, transparency and public information. After the 2008 crisis, even Europe, like the United States, understood the need to definitively regulate the rating activity, through three fundamental Regulations: Regulation n.1060 / 2009, that n. 513 of 2011 and finally that of n. 462/2013. Together, these regulations first secured greater powers for the SEC, then recognised as essential prerequisites the objectivity, clarity and independence of the rating business, and finally, with the last regulation, the problem of civil liability has been addressed. This will be the subject of the third chapter. Civil liability between the rating agency and the individual/public may arise for several reasons: either as a result of the dissemination of inaccurate information or as a result of market manipulation for personal purposes. Regardless of whether it is the first or the second case, a digression must first be made as to the type of liability when it comes to the relationship between the rating agency and the public or investor. In fact, if at the beginning it was thought that the responsibility between the two parties was contractual, referring to article 2043 of the Civil Code, later it began to present the idea that this could also be non-contractual, when an explicit contract between the two parties is not always drawn up. A solution to the debate has been presented by European legislation which, under Regulation 1060/2009 in particular Article 35-bis, did not mention a specific responsibility but a “hybrid liability” and thus managed to settle both contractual and non-contractual liability situations. Concerning market manipulation damage (also known as market abuse) However, it consists in the dissemination of inaccurate or false information which is apparently worthy of credit with the aim of subsequently altering the course of the financial market. Within the Italian legal system, until 2005 cases of insider dealing and market manipulation were subject to

criminal sanctions only in the form of crimes committed by art. 184 and 185 of the TUF, since the enactment of the law of 18 April 2005, n. 62, have been defined real administrative sanctions in order to regulate this illegal. However, one issue must be addressed: the consequences of an unlawful act such as market manipulation have a distinctly different scope in the case of a closed society or an individual, and in the case of a public body or a State. In the latter case, it is not the one and only apparatus of a society that is shaken, but that of an entire country. The damage caused by market manipulation causes a false representation of reality with the immediate consequence of distorting the decisions taken by an innumerable number of individuals. In this regard, it is useful the analysis of a judgment that first touched the Italian State such as the judgment n. 837, filed on 29 September 2017, by the Court of Trani gathered in a collegiate composition on 30 March 2017, related “rating downgrading and market manipulation: judgment of acquittal for Standard & Poor’s”. Within this, the indictments recognized were three, relating to three different episodes that led definitively on January 13, 2012 to proclaim the downgrading of the titles of the Italian state, combined with a destabilization of the image and prestige and credit trust of Italy, a significant alteration of the value of Italian government bonds and a weakening of the Italian and European currency. However, at the time of the judgment, the managers and analysts of the rating agency known worldwide were not convicted because, according to the college, the fact is not a crime.

## BIBLIOGRAFIA

- Amorosino, Sandro. *Rilevanze pubblicistiche dell'attività di rating finanziario*, 2012.
- Associazione laureati LUISS. *Regolazione e mercato*, 2009.
- Banca d'Italia. *Istituzioni di vigilanza per le banche*, Circolare n.229, 1999, Paragrafo 2, titolo II, capitolo I, sez. VIII.
- Caruso, Alfredo. *Market Abuse tra disciplina e applicazione giurisprudenziale*, 2018.
- De Pretis, Elena. *La responsabilità delle agenzie di rating tra diritto europeo e soluzioni di diritto interno*. Tesi di Dottorato di ricerca in Diritto Privato, Università degli Studi di Milano- Bicocca, 2013.
- Drigo, Francesco. *La responsabilità delle agenzie di rating per il danno all'informato. L'esperienza statunitense*. In *Rass.Dir.Civ.* 2006.
- Facci, Giovanni. *Il rating e la circolazione del prodotto finanziario: profili di responsabilità,* in  
*Resp. civ. e prev.*, 2007.
- Ferri, Giovanni e Lacitignola, Punziana. *Le agenzie di rating*. Il Mulino, 2014.
- Gaggi, Massimo. *La valanga. Dalla crisi americana alla recessione globale*. Laterza, 2009.
- Giudici, Paolo. *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*. Giuffrè, Milano, 2008.
- Hunt J.P. *Credit Rating Agencies and the 'Worldwide Credit Crisis': The Limits of Reputation, the Insufficiency of Reform, and a Proposal for Improvement*, 2008. Columbia Business Law Review.
- Lamacchia Acito, Benedetto. *Agenzie di rating: punti di forza, criticità e regolamentazione*. Tesi di Laurea in Economia dei Mercati e degli Intermediari Finanziari, Libera Università Internazionale degli Studi Sociali (LUISS), Roma, 2016.
- Linciano, Nadia. *L'impatto sui prezzi azionari delle revisioni dei giudizi delle Agenzie di Rating. Evidenza per il caso italiano*, in *Quaderni di Finanza studi e ricerche*, 2004.

Mancinelli, Luciana. *L'assegnazione di rating da parte delle Agenzie: significato, implicazioni e principali aspetti critici*. Bancaria, 2005.

Olivieri, Gustavo. *I servizi di rating tra concorrenza e regolazione*. Tesi di Laurea in Diritto Commerciale, Università Internazionale degli Studi Sociali (LUISS), 2012.

Parmeggiani Federico. *La regolazione delle agenzie di rating tra tentativi incompiuti e prospettive future*. 2010.

Picciau, Chiara. *La responsabilità delle agenzie di rating per diffusione di giudizi inesatti sul mercato finanziario*. Tesi di Dottorato in Diritto Commerciale, Università degli Studi di Milano, 2014.

Pinto, Rocco. *La responsabilità civile delle agenzie di rating*. Tesi di Laurea in Diritto Privato Comparato, Libera Università Internazionale degli Studi Sociali (LUISS), Roma, 2013.

Presti, Gaetano. *Le agenzie di rating: dalla protezione alla regolazione*. In Atti del convegno di Courmayeur, 2008.

Sanna, Paolo. *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*. ESI, Napoli, 2011.

Scarito, Sabrina. *La regolazione delle agenzie di rating e il funzionamento dei mercati finanziari: dall'over-reliance al downgrade dei loro giudizi*. Tesi di Dottorato di ricerca in Gestione Bancaria e Finanziaria, Università degli studi di Roma La Sapienza, 2014.

Scarpin, Sara. *Market abuse: inammissibilità delle questioni di costituzionalità e conseguente salvezza del doppio binario sanzionatorio*. 2016.

Tallini, Alessia. *La responsabilità civile delle agenzie di rating*. Tesi di Laurea presso Università degli studi di Roma Tor Vergata.

## SITOGRAFIA

[www.treccani.it](http://www.treccani.it)

[www.spratings.com](http://www.spratings.com)

[www.sec.gov](http://www.sec.gov)

[www.imf.org](http://www.imf.org)

[www.iusinitinere.it/market-abuse-disciplina-applicazione-giurisprudenziale-7955](http://www.iusinitinere.it/market-abuse-disciplina-applicazione-giurisprudenziale-7955)

<http://www.consob.it>

<http://www.ratingsdirect.com>

<http://www.moodys.com>

<https://www.linkiesta.it>

<http://www.moodys.com/ratingsprocess/How-to-Get-Rated/002001>

<http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/PLAW-111publ203/pdf/PLAW-111publ203.pdf>

<http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/PLAW-111publ203/pdf/PLAW-111publ203.pdf>

<http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/PLAW-111publ203/pdf/PLAW-111publ203.pdf>

<https://eur-lex.europa.eu>

<https://www.ricercagiuridica.com/codici/vis.php?num=10545>

<https://eurlex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2009:302:0001:0031:IT:PDF>

[http://www.consob.it/documents/46180/46181/dlgs58\\_1998.pdf/e15d5dd6-7914-4e9f-959f-2f3b88400f88](http://www.consob.it/documents/46180/46181/dlgs58_1998.pdf/e15d5dd6-7914-4e9f-959f-2f3b88400f88)

<https://www.dpei.it/diritto-penale-bancario-dei-mercati-finanziari/declassamenti-rating-manipolazione-mercato-sentenza>

