

DIPARTIMENTO DI ECONOMIA E FINANZA

**DIRITTO DEI MERCATI E DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI
(CORSO PROGREDITO)**

VALORE E RESPONSABILITA' DELLE AGENZIE DI RATING

RELATORE

Prof.ssa Mirella Pellegrini

CANDIDATA

Giovanna Serra

Matricola: 664441

CORRELATORE

PROF.SSA LUCANTONI PAOLA

ANNO ACCADEMICO 2016-2017

INDICE

<i>Introduzione</i>	1
---------------------------	---

CAPITOLO I LE AGENZIE DI RATING

1.1 Origini delle agenzie di <i>rating</i> e profili evolutivi.....	3.
1.2 L'oggetto del <i>rating</i> : la probabilità di <i>default</i>	6
1.3 Gli utilizzatori del <i>rating</i>	9
1.4 Elaborazione e assegnazione del <i>rating</i>	10

CAPITOLO II VALORE REGOLAMENTARE DEL RATING

2.1 Le asimmetrie informative: le agenzie di <i>rating</i> come intermediari dell'informazione.....	19
2.2 La centralità dell'informazione nei mercati finanziari.....	25
2.3 La configurazione di potenziali conflitti di interesse.....	28
2.4 La mancanza di trasparenza nei mercati finanziari.....	32
2.4.1 La crisi dei mutui <i>subprime</i> e i prodotti di finanza strutturata.....	34

CAPITOLO III EVOLUZIONE LEGISLATIVA IN MATERIA DI RATING

3.1 La regolamentazione statunitense.....	41
3.2 La regolamentazione europea.....	49
3.2.1 Il Reg. (CE) n. 1060/2009.....	53
3.2.2 Le modifiche introdotte con il Reg (UE) n. 513/2011.....	66.....
3.2.3 Il nuovo Reg. (UE) n. 462/2013 e le prospettive attuali.....	67.....

CAPITOLO IV LA RESPONSABILITA' DELLE AGENZIE DI RATING NELLA GIURISPRUDENZA ITALIANA

4.1 La responsabilità civile delle agenzie di <i>rating</i>	74
4.1.1 Responsabilità nei confronti degli investitori.....	81.....
4.1.2 Responsabilità nei confronti degli emittenti.....	88.....

CAPITOLO V
IL CASO

5.1 Quadro introduttivo.....	90
5.1.1 Tribunale di Catanzaro, 2 marzo 2012, n. 685.....	91
<i>Conclusioni</i>	103.....
<i>Bibliografia</i>	107
<i>Sitografia</i>	113

INTRODUZIONE

Il presente lavoro si propone di analizzare l'importanza sempre maggiore che le agenzie di *rating* hanno acquisito nel tempo e la conseguente necessità di una regolamentazione adatta a salvaguardare gli interessi degli operatori sui mercati finanziari che, a tutt'oggi, fanno affidamento sui giudizi rilasciati da dette agenzie.

Giudizi errati da parte delle agenzie di *rating* si sono avuti già negli anni precedenti alla crisi che ha colpito il vecchio e nuovo continente nel 2008. Basti ricordare, per citarne alcuni, il crac Orange Country, risalente al lontano 1994, Enron e Worldcom nel 2001 e il crac Parmalat nel 2003. Tuttavia, è stata la bolla dei mutui *subprime*, scoppiata negli Stati Uniti nell'autunno del 2008, ad avere un impatto maggiore, raggiungendo l'apice con il fallimento di uno dei più grandi colossi finanziari: Lehman Brothers. Da qui, una catena di eventi ha portato il fenomeno a contagiare l'intero sistema finanziario, arrivando poi, inevitabilmente, a toccare l'economia reale.

Le istituzioni private e pubbliche non sono state in grado di prevedere la crisi. In particolare è emerso che i giudizi attribuiti dalle agenzie di *rating* non sempre riflettevano il reale profilo di rischio degli emittenti o dei prodotti finanziari emessi.

Da questa "catastrofe" si evince l'importanza del ruolo che le agenzie di *rating* svolgono e il valore che il sistema attribuisce alle informazioni dalle stesse pubblicate. La recente crisi finanziaria sarà oggetto di approfondimento nel capitolo II.

Ma cosa sono le agenzie di *rating*? Nel 2003 il presidente tedesco dell'Autorità Federale per la Supervisione Finanziaria (BaFin) le definì come "il più grande potere incontrollato del sistema finanziario internazionale e quindi anche dei sistemi finanziari nazionali". In effetti, il loro potere è emerso a pieno con lo scoppio della crisi del 2008. Si tratta, volendo semplificare, di istituti privati che si occupano di dare giudizi su ciò che fanno imprese e governi¹.

I pilastri su cui si fonda l'attività delle agenzie di *rating* sono due: la reputazione e la regolazione. Sul primo, ad oggi, ci sono molte incertezze. Infatti, sia nel caso Enron che nel caso Lehman Brothers, fino a pochi giorni prima del crac, il giudizio delle agenzie di *rating* era di massima solidità. Per quanto riguarda la regolazione, invece, le agenzie di *rating* traggono forza dal fatto che sono le stesse istituzioni giudicate a darle vita (gli emittenti pagano per ottenere il *rating*).

Da qui emerge un evidente problema di conflitto di interessi. Le agenzie sarebbero portate ad attribuire *rating* superiori a quelli effettivi, incentivando così la vendita dei titoli emessi ad un

¹ Dunque, le agenzie di *rating* "non sono istituzioni pubbliche, né enti di ricerca o di beneficenza, ma società private di capitale che hanno scopo di lucro e che hanno deciso di realizzare profitti attraverso la vendita dei giudizi di solvibilità ai vari committenti che glieli chiedono per collocare al meglio i loro titoli obbligazionari sul mercato."

P. GILA, M. MISCALI, *I SIGNORI DEL RATING, Conflitti di interesse e relazioni pericolose delle tre agenzie più temute dalla finanza globale*, Torino, 2012, Bollati Boringhieri, p. 53.

prezzo maggiore rispetto a quello che è il loro reale valore. Tuttavia, è ancora aperto il dibattito su quanto questo conflitto di interessi sia reale. D'altro canto, con questo comportamento, le agenzie di *rating* perderebbero di credibilità.

In questa sede, dopo un primo *excursus* su chi sono e cosa fanno le agenzie di *rating*, si procederà ad un'analisi delle disposizioni normative con cui, sia a livello europeo che nazionale, il legislatore è intervenuto per disciplinare l'attività di attribuzione del *rating*. Vedremo quando e in che misura le agenzie, nello svolgimento della propria attività, si ritengono responsabili nei confronti di società e singoli investitori.

A livello europeo, solo con il Reg. (CE) n. 1060/2009 si arriva ad avere una regolamentazione più attenta, che garantisce uno svolgimento integro, responsabile, trasparente e affidabile dell'attività svolta dalle agenzie di *rating*. La normativa è volta a favorire la qualità delle loro valutazioni, contribuire al buon funzionamento del mercato interno e proteggere gli investitori.

Il Regolamento si articola in quattro titoli relativi all'ambito di applicazione e alle definizioni; all'emissione di *rating*; alla vigilanza delle attività di *rating* e alle sanzioni e disposizioni finali. Tale regolamento è stato innovato in modo significativo dal Reg. (UE) n. 513 del 2011. Quest'ultimo ha superato il modello di responsabilità condiviso tra Autorità nazionali ed europee, accentrando a livello sovranazionale i poteri per la supervisione finanziaria. Modifiche al Reg. (CE) n. 1060/2009 sono state apportate con il Reg. (UE) n. 462/2013. Questo documento obbliga le agenzie di *rating* a rispondere in misura maggiore dell'attività svolta, attraverso la formulazione di norme più rigide per ciò che riguarda l'informativa e la responsabilità verso il pubblico, i prodotti di finanza strutturata e la valutazione del debito sovrano.

Sul piano giurisprudenziale si è evidenziato che l'investitore non ha un rapporto diretto e contrattuale con l'agenzia di *rating*, limitandosi a valutare il giudizio emesso dall'agenzia per poi prendere le proprie decisioni di investimento. Ne consegue che non è possibile configurare una responsabilità contrattuale delle agenzie di *rating*. La condotta delle stesse può tuttavia rilevare sul piano di una responsabilità extracontrattuale ai sensi dell'art. 2043 c.c. .

La responsabilità civile delle agenzie di *rating*, in ambito nazionale, verrà approfondita nel capitolo IV.

La trattazione terminerà con un'analisi della decisione presa dal Tribunale di Catanzaro nella sentenza del 2 marzo 2012, n. 685, in merito alla responsabilità civile delle agenzie di *rating*. Seguiranno alcune riflessioni.

CAPITOLO ILE AGENZIE DI RATING

1.1 Origini delle agenzie di rating e profili evolutivi

La nascita delle agenzie di *rating* risale ai primi anni del Novecento. Il primo *rating* sulle obbligazioni venne pubblicato negli Stati Uniti nel 1909, da John Moody. All'epoca il mercato obbligazionario esisteva già da secoli, ma fino ad allora non si era avvertita l'esigenza di ricorrere a dei giudizi su questi titoli, trattandosi per lo più obbligazioni emesse dallo stato, o garantite dallo stesso e, quindi, ragionevolmente sicure. Inoltre, gli scambi erano per lo più locali e personali, così da non rendere necessaria l'informazione

È solo con lo sviluppo industriale che si inizia ad avvertire l'esigenza di strutture in grado di dare informazioni sui soggetti operanti nei mercati finanziari² e sulle operazioni dagli stessi svolte. Infatti, tra il 1817 e il 1840, molti Stati americani, per supportare la crescente industrializzazione (per esempio per finanziare la realizzazione di infrastrutture quali ponti, strade, ferrovie³), ricorsero all'emissione di obbligazioni private (sia sui mercati nazionali che internazionali)⁴.

Questo processo, però, iniziò a creare problemi di asimmetria informativa, che portarono i risparmiatori ad essere molto cauti nel dare fiducia agli investitori in merito ai loro progetti di investimento.

Da qui, intorno alla metà del 1800, il mercato americano, al fine di superare il problema di una carenza di fiducia, consentì agli investitori di poter accedere ad un set di informazioni riguardanti le opportunità di investimento quantitativamente e qualitativamente migliori creando tre strutture: le *credit reporting agencies*, la stampa specializzata economico finanziaria e le banche di investimento. Questo rappresentò un primo passo verso la creazione delle attuali agenzie di *rating*.

² Mercato finanziario: mercato in cui vengono negoziati strumenti finanziari (di durata superiore ai 18 mesi) quali obbligazioni, azioni, prodotti derivati, materie prime, strumenti riguardanti il credito ed il capitale. Società, enti sovranazionali ed autorità pubbliche ricorrono ai mercati finanziari per collocare i propri titoli e raccogliere, così, i fondi di cui necessitano per lo svolgimento delle proprie attività. Dall'altra parte, famiglie, imprese e governi in surplus, acquistano questi strumenti finanziari, rendendo produttiva la propria ricchezza. Sui mercati finanziari si ha dunque un trasferimento di fondi dalle unità in *surplus* (chi spende meno del proprio reddito) alle unità in *deficit* (chi spende più del proprio reddito).

³ G. FERRI, P. LACITIGNOLA, *Le agenzie di rating*, Bologna, Il Mulino, 2014, pp. 17 ss., riportano che “le ferrovie e le infrastrutture costituivano i settori prediletti dagli investitori americani ed erano percepiti come mercati dinamici ed in continuo sviluppo. Alla base di tale considerazione vi era essenzialmente la storia degli USA: dalla seconda metà del XIX secolo gli Stati Uniti videro l'inizio della loro storica espansione di massa verso Ovest”.

Le *credit reporting agencies* si occupavano di raccogliere informazioni sulla situazione patrimoniale e finanziaria delle imprese attive sui mercati finanziari, per poi venderle a chi fosse interessato alla conclusione di un affare con le stesse. Nel 1841 Lewis Tappan fondò la Mercantile Agency. Questa agenzia di *credit reporting* si occupava di raccogliere, registrare e distribuire (vendendole) ai sottoscrittori informazioni sulla situazione delle imprese commerciali. La Mercantile Agency divenne, successivamente, R.G. Dun and Company. Un'impresa simile fu fondata nel 1849 da John Bradstreet che in seguito pubblicò il primo *commercial rating book*. Nel 1933 le due agenzie si fusero dando vita alla Dun & Bradstreet, acquisita nel 1962 da Moody's.

La stampa specializzata economico finanziaria iniziò a divulgare notizie sulla situazione patrimoniale delle imprese nel corso dell'Ottocento (iniziò con notizie relative al settore ferroviario che, in quel periodo, si andava affermando negli Stati Uniti). Henry Poor pubblicò il *Poor's Manual of the Railroads of the United States*, contenente una descrizione dettagliata delle informazioni operative e finanziarie delle compagnie ferroviarie attive negli Stati Uniti. Nel 1916 l'impresa di Poor pubblicò il suo primo *rating* e, nel 1941, si fuse con Standard Statistic dando vita alla Standard & Poor's, poi acquisita, negli anni Sessanta, dal gruppo editoriale McGraw-Hill. Ma solo con Moody si ebbe il passaggio da una semplice analisi alla creazione di una scala di giudizi da assegnare alle obbligazioni. Questi, nel 1909, iniziò ad organizzare la prima agenzia di *rating* della storia⁵.

Accanto alle *credit reporting agencies* e alla stampa finanziaria, iniziarono ad occuparsi di questa attività informativa anche le banche di investimento. Tali banche avevano il potere di poter collocare persone di fiducia nei consigli di amministrazione delle società emittenti, accedendo così ad un numero considerevole di informazioni che venivano in parte condivise con i propri clienti, consentendo agli stessi di poter valutare l'investimento e, quindi, invogliandoli ad acquistare i titoli negoziati.

La crescita delle agenzie di *rating* fu favorita dalla prima guerra mondiale con lo spostamento del principale centro finanziario nel mondo dall'Inghilterra all'America. La guerra portò l'America ad accumulare un'enorme quantità di debito pubblico, rendendo necessario il suo collocamento presso una cerchia sempre più ampia di investitori.

⁵ Sul punto, G. FERRI, P. LACITIGNOLA, *op. cit.*, p. 23, specificano che Moody, "nel 1909, anche grazie all'innovazione del servizio di pony dedicato, anziché limitarsi alla raccolta di informazioni, decide di offrire agli investitori un'analisi dei valori dei titoli. La sua impresa pubblica un libro che analizza principalmente i titoli del comparto ferroviario fornendo delle conclusioni sulla qualità relativa degli investimenti. Tali conclusioni vengono sinteticamente indicate con un simbolo alfanumerico, lo stesso utilizzato dalle progenitrici imprese di *credit reporting* sin dal tardo Ottocento. Moody è il primo a entrare nel business dell'analisi delle azioni e delle obbligazioni delle imprese ferroviarie; successivamente, è il primo ad attribuire i rating ai titoli del mercato pubblico."

La reputazione delle agenzie di *rating* si rafforzò in seguito alla crisi del '29 che rese forte l'esigenza di giudizi in grado di indirizzare le decisioni di investimento. Agli inizi degli anni Trenta le agenzie furono anche incluse nella regolamentazione finanziaria degli Stati Uniti. Tuttavia, in seguito, queste istituzioni subirono un declino per un tempo relativamente lungo. Diversi furono gli eventi causa di questa condizione. Primo fra tutti la perdita di vitalità dei mercati per ciò che concerne la componente privata, situazione favorita negativamente dal *Glass-Steagall Act*⁶ del 1933, che introdusse la separazione tra banche commerciali e banche di investimento. In aggiunta, le obbligazioni che circolavano sui mercati finanziari erano per lo più obbligazioni governative, quindi considerate sicure (minimizzando così il ruolo di informatori delle agenzie di *rating*).

Solo tra gli anni Settanta e Novanta le agenzie di *rating* rifiorirono ed ebbero uno sviluppo strutturato. In quel periodo il mercato finanziario statunitense andava affermandosi a livello internazionale e il mercato privato iniziò a crescere grazie all'ingresso sui mercati di nuove imprese; diverse da quelle operanti nel settore ferroviario, ormai in declino. Di conseguenza, ci fu un aumento del numero di emittenti e investitori sui mercati finanziari, che misero in atto strategie di investimento sempre più complesse e diversificate. A ciò contribuirono anche la globalizzazione, la liberalizzazione e deregolamentazione finanziaria, nonché la nascita di nuovi prodotti e servizi che richiedevano una sempre maggiore capacità interpretativa.

Ancora oggi, sono tre le agenzie di *rating* a dominare sui mercati finanziari, le cosiddette "tre sorelle": Moody's, Standard & Poor's (S&P's) e Fitch⁷.

Il fondatore di Moody's fu John Moody che, nel 1900, pubblicò il "*Moody's Manual of Industrial and Miscellaneous Securities*". Questo manuale dava informazioni e statistiche su azioni e obbligazioni di istituzioni finanziarie e agenzie governative; e ancora, su imprese manifatturiere, alimentari e minerarie. La crisi finanziaria del 1907 non fermò l'attività di Moody. Infatti, nel 1909 questi pubblicò il "*Moody's Analyses of Railroad Investments*", che descriveva i principi analitici utilizzati nella valutazione delle imprese ferroviarie, degli aspetti finanziari e del management. L'analisi fu successivamente estesa ad altre tipologie di imprese. Nello stesso anno Moody's avviò un servizio di *pony express* finalizzato a veicolare le informazioni relative all'andamento dei lavori delle grandi ferrovie che attraversavano il territorio americano. In particolare, questo servizio consentì di ridurre i tempi necessari

⁶ Legge bancaria statunitense del 1933. La prima parte del testo è dedicata al trasferimento del potere monetario al Federal Reserve System; la seconda prevede una netta separazione tra l'attività bancaria tradizionale (banche commerciali) e l'attività bancaria di investimento (banche di investimento). In sostanza, le due attività non potevano più essere esercitate dallo stesso intermediario. Questa legge, nata in risposta alla Grande Depressione, fu cancellata da Bill Clinton nel 1999.

⁷ Per approfondimenti si vedano i siti web delle tre agenzie:

www.standardandpoors.com

www.moody.com

www.fitch.com

affinchè le informazioni giungessero da località più o meno distanti dal centro finanziario di New York, alla città stessa. Nel 1924 i servizi offerti da Moody's ricoprivano il 100% del mercato obbligazionario statunitense.

Neanche la Grande Depressione fermò l'attività di Moody's; dagli anni Settanta la sua attività si estese al mercato dei *commercial paper*⁸ e a quello dei depositi bancari. Nello stesso periodo furono introdotte le fotocopiatrici, che portarono le informazioni, prima di pochi investitori, ad essere di dominio pubblico. Con l'introduzione di questa innovazione, si iniziò a caricare il costo del servizio di *rating* all'emittente, anziché attribuirlo unicamente all'investitore.

Nel 1906 venne fondato lo Standard Statistic Bureau, al fine di fornire informazioni finanziarie, solitamente non disponibili, sulle imprese statunitensi. Nel 1916 Standard Statistics iniziò ad assegnare il *rating* alle obbligazioni e, in seguito, anche al debito sovrano. Nel 1941 lo stesso si fuse con Poor's Publishing e nacque Standard & Poor's che, nel 1966, venne acquisita dal gruppo editoriale McGraw-Hill.

Fitch Ratings venne fondata nel 1913 da John Knowles Fitch, iniziando col pubblicare le statistiche finanziarie di tutti i componenti il listino della borsa di New York. Nel 1924, a fronte dell'esigenza di un'analisi indipendente dei titoli finanziari, Fitch Ratings introdusse la scala di rating che va da AAA a D che, insieme ad analisi approfondite effettuate da esperti in materia, è stata successivamente riconosciuta (in modo ufficiale) e utilizzata come *benchmark*⁹ su cui basare le decisioni di investimento.

Standard & Poor's e Moody's hanno sede a New York City, mentre Fitch presenta due sedi: una a New York City e l'altra a Londra.

Nonostante la Commissione di Basilea indichi l'esistenza di circa 150 agenzie di *rating* nel mondo, sono poche le agenzie che dominano sul mercato. Ad oggi, il mercato del *rating* appartiene per circa il 40% a Standard & Poor's, per il 39% a Moody's ed infine per il 15% a Fitch. La restante parte è ripartita in piccole agenzie di *rating* che però, a causa delle barriere all'entrata nei mercati finanziari, non riescono ancora ad emergere. C'è da dire che, in realtà, le prime due agenzie non competono, ma insieme realizzano un monopolio.

⁸ Le *commercial paper* sono effetti (pagherò) non garantiti, che vengono emessi dalle imprese e che hanno una scadenza massima di 270 giorni. Questi titoli, non essendo garantiti, sono emessi soltanto da società grandi e solvibili. Ovviamente, il tasso di interesse offerto riflette il livello di rischio dell'emittente. La maggior parte degli emittenti di *commercial paper* si serve di una linea di credito bancaria per garantire questi titoli; ciò consente di ridurre il rischio per gli acquirenti e, quindi, di ridurre il tasso di interesse sul titolo.

⁹ *Benchmark*: è un punto di riferimento, un parametro rispetto al quale misurare un risultato.

1.2 L'oggetto del rating: la probabilità di default

I prodotti finanziari, essendo immateriali, rappresentano una ricchezza intangibile il cui valore economico può essere determinato unicamente per mezzo delle informazioni su caratteristiche e consistenza del sottostante economico che rappresentano.

Il *rating* è un giudizio emesso da società specializzate (le agenzie di *rating*) sulla probabilità di *default* e, quindi, del merito di credito (*creditworthiness*), ovvero del rischio di credito, dell'emittente titoli¹⁰.

Le agenzie di *rating*, nel dare il proprio giudizio, considerano il solo rischio di credito del soggetto analizzato; rischio di credito che include: la probabilità di insolvenza (PD, *Probability of Default*) e la perdita attesa in caso di insolvenza (LGD, *Loss Given Default*)¹¹. Non considerano “altri tipi di rischio connessi all'emissione di un qualsiasi strumento di debito, quali per esempio il rischio di cambio, il rischio del tasso di interesse [...] e il rischio di frode da parte dell'emittente”¹².

Lo scopo del *rating* è migliorare l'efficienza del mercato dei capitali, elaborando giudizi indipendenti, corretti, affidabili e tempestivi, sulla probabilità di *default* di un emittente, ovvero sulla sua capacità di ripagare debito ed interessi sui titoli emessi. Tale giudizio viene considerato dagli investitori come un indicatore per capire se un titolo può essere affidabile o meno. Utilizzare

¹⁰ In particolare, l'art.3, comma 1, lettera a) del regolamento CE n. 1060/2009 relativo alle agenzie di *rating* del credito definisce il *rating* come “un parere relativo al merito creditizio di un'entità, di un'obbligazione di debito o finanziaria, di titoli di debito, di azioni privilegiate od altri strumenti finanziari, emessi utilizzando un sistema di classificazione in categorie di *rating* stabilito e definito”.

¹¹ Si ritiene utile fare una breve analisi del rischio di credito.

Il rischio di credito può essere definito come la possibilità che una variazione inattesa del merito di credito di una controparte generi una corrispondente variazione inattesa del valore corrente della relativa posizione creditizia. Il rischio di credito non riguarda unicamente l'insolvenza di una controparte, ma si riferisce anche al semplice deterioramento del suo merito di credito (*downgrading*). Componenti del rischio di credito sono: l'*Expected Loss* (EL; perdita attesa) e l'*Unexpected Loss* (UL; perdita inattesa). In quanto attesa, l'*Expected Loss* non rappresenta un rischio in senso stretto; viene misurata *ex ante* dal prestatore, che copre tale perdita aggiungendo uno spread al tasso applicato al prestito.

$EL = EAD * PD * LGD$, dove:

- EAD (*Exposure At Default*, ovvero esposizione in caso di insolvenza) è una variabile aleatoria, la cui aleatorietà dipende dalla forma tecnica del finanziamento concesso al debitore. Tale variabile sarà nulla nel caso di obbligazioni a tasso fisso e mutui, mentre sarà maggiore di zero nel caso di aperture di credito in c/c;
- PD (*Probability of Default*) è la probabilità di insolvenza di una controparte;
- LGD (*Loss Given Default*, ovvero perdita in caso di insolvenza) indica la percentuale di una esposizione che la banca prevede di non riuscire a recuperare; $LGD = 1 - RR$ e può assumere ogni valore compreso tra lo 0 ed il 100 per cento. RR è il tasso di recupero, ovvero quella parte del valore nominale del bond che l'obbligazionista riesce a recuperare, in termini percentuali, in seguito al manifestarsi dell'evento *default*.

A. RESTI, A. SIRONI, *Rischio e valore nelle banche. Misura, regolamentazione, gestione*, Milano, EGEEA, 2008, p. 425, affermano che: “La LGD non è mai nota quando un prestito viene emesso, e nemmeno nel momento in cui il prestito diventa insolvente, quantomeno se non esiste un mercato secondario per l'esposizione in *default*. Se, viceversa, quest'ultima può essere scambiata su un mercato secondario liquido, allora la LGD e il RR possono essere stimati in base al prezzo di mercato all'indomani del *default*. In termini generali, comunque, la LGD può essere stimata con certezza soltanto quando l'intero processo di recupero (*workout*) è terminato”. Per quanto riguarda, invece, l'*Unexpected Loss*, questa indica la variabilità della perdita attorno all'*Expected Loss* (in effetti, il rischio di credito si può dire legato all'*Unexpected Loss*, essendo questa una perdita inattesa).

Per ulteriori approfondimenti sull'argomento, si veda: A. RESTI, A. SIRONI, *op. cit.*, p. 425 e ss.

¹² G. FERRI, P. LACITIGNOLA, *op. cit.*, p.54.

questo giudizio come informazione conviene, considerando i costi che l'investitore andrebbe a sostenere per reperirle autonomamente.

Dunque, il *rating* è molto importante. Da questa valutazione, infatti, dipenderà il costo che gli emittenti dovranno sostenere al fine di raccogliere sui mercati i fondi necessari allo svolgimento delle loro attività.

Si è detto che il valore del *rating* si basa sulla stima della probabilità di insolvenza, ovvero della probabilità di *default*, dell'emittente titoli sui mercati finanziari. Lessicalmente si tratta di una mancanza, un'inadempienza. Nel linguaggio prettamente finanziario assume il significato di fallimento, ossia l'incapacità di un soggetto di rispettare le clausole di un contratto di finanziamento.

Il concetto di insolvenza è strettamente legato a quello di liquidità, ma non sono esattamente la stessa cosa. È, dunque, importante distinguere l'insolvenza dalla liquidità.

La condizione di liquidità presuppone la condizione di solvibilità dell'emittente. Un emittente insolvente è destinato a diventare illiquido poiché sarà in grado di estinguere le proprie passività soltanto parzialmente e nei limiti della liquidità posseduta, o generabile attraverso la liquidazione delle proprie attività. Allo stesso tempo, però, l'illiquidità non necessariamente conduce all'insolvenza del debitore. Una banca illiquida ha un'elevata probabilità di diventare insolvente se la necessità di dover liquidare le proprie attività porta ad una svalutazione delle stesse in misura superiore al valore del patrimonio netto, risultando così impossibile estinguere tutte le passività.

In sintesi, quindi, un soggetto è solvibile quando è in grado di adempiere ai propri debiti, ovvero quando le sue passività a breve sono coperte dalle attività a breve; è illiquido, invece, quando non riesce a far fronte alle proprie uscite di cassa.

In aggiunta alla valutazione del merito di credito di emittenti e titoli, le agenzie di *rating* valutano anche il *recovery*, ovvero la probabilità che, in caso di *default*, gli investitori riescano a recuperare il proprio investimento. In merito a tale valutazione, va detto che alcune agenzie di *rating* considerano il *recovery* nella formulazione del giudizio di *rating*; altre, invece, ritengono che il *recovery* vada considerato come un giudizio separato e aggiuntivo rispetto al giudizio di *rating*.

Dal momento che è ciò su cui si basa l'analisi, e quindi il giudizio finale delle agenzie, si ritiene importante riportare il diverso significato che le due principali agenzie di *rating*, Moody's e Standard & Poor's, attribuiscono al termine *default* (insolvenza).

Secondo Moody's il *default* si configura "in caso di mancato o ritardato pagamento degli interessi e/o del capitale, compresi i ritardati pagamenti effettuati nel periodo di mora; nei casi in cui vi sia un sostanziale cambiamento sfavorevole delle condizioni del debito che si sostanziano nell'offerta agli investitori di strumenti di debito in sostituzione di quelli preesistenti a condizioni economiche sfavorevoli (...) che svelano lo scopo evidente da parte del debitore di evitare

l'insolvenza; in caso di bancarotta, amministrazione controllata, fallimento ed ogni altro impedimento legale ai pagamenti alle scadenze prestabilite del capitale e/o degli interessi". Diversamente, secondo Standard & Poor's si ha *default* "quando un pagamento di interessi e/o capitale dovuto non viene effettuato; nel caso di richiesta spontanea di accesso ad una procedura concorsuale; in seguito ad un'offerta di ristrutturazione del debito che ne riduce il valore totale andando a modificarne i termini e le condizioni."¹³

Come poc'anzi detto, nel formulare il *rating* le agenzie tengono conto della probabilità di *default*, cioè della probabilità di insolvenza del debitore¹⁴. Nello specifico, il *default* viene dichiarato nel momento in cui l'emittente non è in grado di regolare il pagamento di capitale ed interessi entro i termini previsti (rischio di credito).

Il giudizio può riguardare sia l'emittente che la singola emissione. Nel primo caso si parla di *issuer credit rating* (o *rating* dell'emittente); il merito di credito viene valutato considerando l'emittente nel suo complesso, l'insieme delle sue passività e la sua capacità di onorare regolarmente le proprie obbligazioni. Nel secondo caso, invece, si parla di *issue-specific credit rating* (o *rating* dello strumento); oggetto di valutazione è il merito di credito della singola emissione, con riferimento alla probabilità di regolare il pagamento di capitale ed interessi di un certo prestito obbligazionario.

Bisogna precisare che il *rating* assegnato all'emittente è in stretta correlazione con il *rating* del Paese di residenza. Si ritiene, infatti, che i titoli emessi non possano essere più sicuri dello Stato al quale l'emittente appartiene e dal quale dipende.

1.2 Gli utilizzatori del *rating*

Si individuano tre tipologie di utilizzatori del *rating*: gli emittenti, gli intermediari finanziari e gli investitori.

Gli emittenti utilizzano il *rating* per dare un'opinione indipendente relativamente alla propria affidabilità creditizia e sulla qualità del credito emesso, al fine di incrementare il numero di potenziali investitori.

¹³ A. CASTALDO, L. PALLA, *L'informazione nei mercati finanziari: il ruolo delle agenzie di rating. Origine, evoluzione e opzioni di policy del mercato dei giudizi*, Torino, Giappichelli, 2016, pp. 28-29.

¹⁴ F. DEZZANI, "Basilea 2" e il merito creditizio delle imprese, in "Società", 2007, p. 425-426, afferma che: "il rischio di insolvenza viene misurato attraverso l'esame e la valutazione delle seguenti informazioni: 1) informazioni di natura oggettiva riguardanti l'impresa: -andamento del rapporto dell'impresa con la banca; - andamento del rapporto dell'impresa con il sistema bancario (Centrale Rischi della Banca d'Italia); - analisi di bilancio dell'impresa; 2) informazioni di natura settoriale relative all'impresa: - tassi di decadimento settoriale della Banca d'Italia; - analisi settoriali Prometeia; 3) informazioni di natura qualitativa relative all'operare dell'impresa (Check List Qualitativa)".

Come detto in precedenza, il *rating* determina il costo dell'emissione. Dunque, maggiore è l'affidabilità creditizia di un emittente (o di un'emissione), minore sarà il tasso di interesse (costo) che l'emittente dovrà corrispondere all'investitore; al contrario, minore è l'affidabilità creditizia, maggiore sarà il tasso di interesse da corrispondere (questo per controbilanciare il maggiore rischio che, in questo caso, gli investitori andrebbero ad assumere).

Gli intermediari finanziari utilizzano il *rating* come parametro di riferimento nella valutazione del rischio di credito di diversi titoli obbligazionari, soprattutto per fissare il prezzo iniziale dei titoli e determinare l'interesse che gli emittenti dovranno corrispondere.

Per quanto riguarda, invece, gli investitori, questi si servono del *rating* per valutare il merito di credito di diversi emittenti e titoli di debito che, successivamente, vengono confrontati per effettuare una scelta di investimento.

1.3 Elaborazione e assegnazione del rating

Per la determinazione del merito di credito le agenzie di *rating* seguono modalità di valutazione abbastanza simili. Ciò che cambia è come il giudizio viene espresso sul piano formale.

I criteri che le agenzie utilizzano per effettuare le proprie valutazioni riguardano:

- il grado di solvibilità dell'emittente, ovvero la capacità dello stesso di onorare gli impegni assunti verso gli investitori;
- la natura e la tipologia di obbligazione emessa;
- l'esistenza di forme di protezione dell'investitore, a fronte di fallimenti o di situazioni di *default*.

Questi criteri valutano la probabilità di rimborso delle obbligazioni attraverso due tipi di analisi: l'analisi qualitativa e l'analisi quantitativa.

Tabella 1.1: criteri qualitativi e quantitativi utilizzati per l'attribuzione del rating alle imprese

Rischio economico (criteri qualitativi)	Rischio finanziario (criteri quantitativi)
Prospettive di crescita: del settore di operatività e delle tendenze, mutamenti tecnologici del settore, situazione delle imprese e paragone con i competitor	Adeguatezza dei flussi di cassa: rapporti di copertura del tasso di interesse, EBIT e EBITDA, flussi di cassa operativi a servizio del debito
Fabbisogno di capitale: grado di intensità del capitale fisso o circolante, fabbisogno di capitali aggiuntivi, fabbisogno di capitale per investimenti in R&S	Struttura del capitale/protezione delle attività: indebitamenti (debito netto e totale come quota dell'attivo e del capitale), struttura del debito
Ambiente competitivo: natura dei prodotti (differenziati o generici), concorrenti (nazionali ed esteri), barriere all'entrata, accesso agli input primari di produzione, ambiente regolamentare	Profittabilità: target finanziari specifici: ROE, ROA, rendimento sul capitale permanente; performance storica, attuale e prevista performance attraverso i cicli economici, volatilità dei ricavi
Diversificazione e struttura proprietaria: abilità nel gestire la diversificazione, solidità del legame con imprese controllate e/o controllanti, inclusa analisi finanziaria, operativa, del management, del supporto tecnico e della R&S, posizione dell'impresa nel gruppo e sua dimensione relativa	Flessibilità finanziaria: considerazioni su problemi legali, coperture assicurative, convenzioni sfavorevoli negli accordi relativi a prestiti, obbligazioni nei confronti delle entità affiliate.

Fonte: Standard and Poor's Rating [2006], Corporate ratings criteria

www.corporatecriteria.standardandpoors.com

La tabella 1.1 elenca le informazioni che le agenzie di *rating* utilizzano nel processo di emissione del *rating*. Vengono esaminate due macro-aree: il *business risk*, attraverso l'analisi qualitativa ed il *financial risk*, attraverso l'analisi quantitativa¹⁵. Gli indicatori qualitativi

¹⁵ In realtà, l'analisi del *financial risk* e del *business risk* riguarda, più propriamente, il processo di assegnazione del *rating* alle imprese.

Si ritiene utile dare una definizione estesa di alcuni indicatori utilizzati nella valutazione del *financial risk*:
 - rapporto di copertura del tasso di interesse: misura la capacità di un'impresa di pagare gli interessi sul debito.
 Indicatori di redditività:

- EBIT (*Earnings Before Interests and Taxes*): misura l'utile che un'impresa è in grado di produrre prima del pagamento di interessi e imposte;

variano sensibilmente a seconda del settore in cui l'impresa opera e alla peculiarità dell'attività dalla stessa svolta. Nella valutazione qualitativa, nonostante sia più articolata, oltre ad essere presente un certo grado di soggettività di chi effettua la valutazione, rispetto a quella quantitativa, ci sono alcune variabili comuni a cui guardano le principali agenzie di *rating*.

Tra queste, prima di tutto, vi è la localizzazione geografica dell'impresa e dei suoi mercati di riferimento, a cui le agenzie di *rating* associano uno specifico rischio Paese. Questa variabile dà informazioni sull'esposizione dell'impresa a perdite derivanti da operazioni di finanziamento internazionali, che subiscono la regolamentazione delle autorità governative e, quindi, che non dipendono dalla singola impresa.

Altra variabile considerata è quella riguardante il *trend* del settore in cui l'impresa opera. Questa dà informazioni sulla profittabilità futura dell'impresa, il suo fabbisogno futuro di finanziamenti e sul valore delle sue attività e delle passività potenziali. Ancora, si osservano le attuali e potenziali barriere all'entrata e all'uscita, riguardo a nuovi possibili competitors nel settore di appartenenza dell'impresa valutata.

Importante è anche la valutazione delle politiche industriali e della regolamentazione adottate dai governi dei Paesi in cui opera l'impresa. In particolare, in tema di politiche industriali, si guarda all'eventuale presenza di incentivi statali, agevolazioni fiscali, misure per l'abbattimento del costo del lavoro ed altri; mentre, dal lato della regolamentazione, se il settore di appartenenza dell'impresa è un settore regolamentato, si considerano la regolazione attuale e quella prospettica al fine di valutare gli effetti delle stesse sulla posizione competitiva (nazionale e internazionale) dell'impresa nel settore. Inoltre, viene valutato anche il possibile intervento dello Stato nel garantire l'esposizione debitoria dell'impresa nel caso di un suo *default*.

A riguardo, le agenzie di *rating* osservano il comportamento che il governo ha tenuto in passato e gli interventi adottati dallo stesso per far fronte all'evento *default*.

Un'altra variabile qualitativa, comunemente considerata dalle principali agenzie di *rating*, e di fondamentale importanza per poter valutare la solidità dinamica dell'impresa, è la qualità del management; si osserva quella che è la capacità del management di far fronte a scenari di *stress*. È, dunque, importante valutare le sue *performance* passate, anche se non è facile prevedere l'abilità del management nel riuscire a far fronte a situazioni di crisi sulla base di tali informazioni¹⁶.

- EBITDA (*Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization*): misura l'utile che un'impresa è in grado di produrre prima del pagamento di interessi, imposte, delle svalutazioni e degli ammortamenti;
- ROE (*Return On Equity*): misura quanto rende il capitale conferito all'azienda dai soci;
- ROA (*Return On Assets*): misura la capacità di un'impresa di rendere redditivi tutti gli *asset* detenuti dalla stessa.

¹⁶ Infatti, "Gli analisti, nel fare ciò, dovrebbero tener conto della prudenza e consapevolezza dimostrata nel passato nelle scelte strategiche imprenditoriali, dell'attenzione da parte del management alle strategie poste in essere dai potenziali concorrenti e della lungimiranza nell'individuare aree d'affari vulnerabili prima che queste siano note

È importante monitorare la posizione dell'impresa rispetto ai suoi concorrenti. Ottimale sarebbe avere una posizione di leadership sul mercato. Infatti, solitamente, i leader di mercato dispongono di risorse finanziarie ed economie di scala adeguate per poter fronteggiare la concorrenza sui prezzi e le sfide derivanti dall'ingresso di nuovi prodotti sul mercato. Di conseguenza, una posizione di leadership aumenta la probabilità da parte dell'impresa di generare flussi di cassa nel lungo termine. Valutando questo aspetto, si guarda in particolare ai costi e all'efficienza delle operazioni in essere. Questi vengono considerati in relazione ai livelli di spesa necessari per mantenere l'efficienza operativa attuale e a quelli necessari per migliorarla, così da poter far fronte alla concorrenza nazionale ed internazionale.

Dunque, la valutazione dei costi che l'impresa dovrà sostenere nel breve termine e l'efficienza produttiva della stessa sono indicatori importanti circa la capacità dell'impresa di essere competitiva in modo efficiente.

Ultima variabile comune considerata dalle principali agenzie di *rating* è la posizione finanziaria dell'impresa. Questa viene analizzata con riferimento ai dati finanziari degli ultimi anni (solitamente gli ultimi 5 anni) ed è volta a dare indicazioni sulla capacità di generare determinati flussi di cassa ed un attivo, tenendo conto del servizio del debito e delle passività per un orizzonte temporale di 3-5 anni.

La capacità dell'impresa di generare tali flussi è, a sua volta, indicativa della flessibilità finanziaria della stessa impresa, ovvero della sua capacità di mantenere una liquidità sufficiente ad adempiere le obbligazioni in essere nei tempi prestabiliti. Tale liquidità, oltre che dalla capacità dell'impresa di generare flussi di cassa, deriva anche dalla capacità dell'impresa di ottenere, qualora si renda necessario, l'accesso al mercato dei capitali.

Per ciò che concerne l'analisi quantitativa, invece, questa si basa sull'analisi economico-finanziaria di bilancio, soprattutto attraverso l'analisi di indici, che sono confrontabili nel tempo e nello spazio. Chiaramente, questi valori differiranno significativamente a seconda del tipo d'impresa e del settore di appartenenza.

Si osserva che nella valutazione del *financial risk*, le agenzie di *rating* non si limitano ad analizzare i valori di bilancio delle imprese (valori che danno indicazioni sulla performance passata dell'impresa), ma valutano anche il profilo attuale e prospettico della stessa, ovvero la sua capacità di generare in futuro la liquidità necessaria per l'adempimento delle obbligazioni assunte in precedenza. Di conseguenza, può succedere che imprese aventi simili valori di

al mercato. Ulteriore abilità da considerare è quella di aver dimostrato di saper gestire operazioni straordinarie rispetto alle esigenze dell'impresa (fusioni, acquisizioni, ristrutturazioni dei debiti, ecc.). Per valutare se le politiche manageriali siano conservative o meno si tiene conto, ovviamente, della capacità di reazione dimostrata in passato ad eventi significativi per la vita dell'impresa".

A. CASTALDO, L. PALLA, *op. cit.*, p. 25.

bilancio ricevano un *rating* diverso, proprio in funzione di un diverso rischio attribuito al mercato di riferimento (*business*).

Tutte queste informazioni, qualitative e quantitative, confluiscono e vengono sintetizzate nel *rating*. In particolare, ad ogni valore del *rating* è associata una certa probabilità di *default*.

Si parla di probabilità. Infatti, il giudizio, avendo natura prospettica, non ci dà una misura assoluta, ma solo relativa, del rischio. Si può dire che ad un *rating* alto corrisponde una scarsa probabilità di *default*. Dunque, maggiore è il *rating*, minore è il rischio di insolvenza, ovvero il tasso di interesse sull'obbligazione; viceversa, minore è il *rating*, maggiore è il rischio di insolvenza e, quindi, il tasso di interesse.

La scala di *rating* viene suddivisa in due gruppi: le lettere relative ai *rating* classificati come *investment grade*, e quelle relative ai *rating* classificati come *speculative grade*.

Tabella 1.2: scale di rating per i long-term debt

Il significato dei rating	Standard & Poor's	Moody's	Fitch
Estrema qualità: titolo solo minimamente sensibile alle circostanze avverse	AAA	Aaa	AAA
Alta qualità: titolo poco sensibile alle circostanze avverse	AA+	Aa1	AA+
	AA	Aa2	AA
	AA-	Aa3	AA-
Qualità medio alta: titolo moderatamente sensibile alle circostanze avverse	A+	A1	A+
	A	A2	A
	A-	A3	A-
Qualità media: titolo sensibile alle circostanze avverse	BBB+	Baa1	BBB+
	BBB	Baa2	BBB
	BBB-	Baa3	BBB-
Qualità discutibile: titolo dalla solidità incerta molto sensibile alle circostanze avverse	BB+	Ba1	BB+
	BB	Ba2	BB
	BB-	Ba3	BB-
Scarsa qualità: titolo dalla solidità scarsa molto dipendente da un contesto favorevole	B+	B1	B+
	B	B2	B
	B-	B3	B-
Qualità molto scarsa: titolo dalla solidità scarsa con alta probabilità di insolvenza in un contesto sfavorevole	CCC+	Caa1	CC+
	CCC	Caa2	CCC
	CCC-	Caa3	CCC-
Situazione vicina all'insolvenza: Alta probabilità o segnale imminente di insolvenza con minime probabilità di recupero	CC	Ca	CC
Situazione di insolvenza: Default effettivo o annunciato con probabilità di recupero prossime allo z	SD D	C	RD D

Fonte: <http://www.ilsole24ore.com>

Sul punto si osserva che: “I rating a breve termine variano da P-1 (Moody’s), A-1+ (Standard&Poor’s), F1+ (Fitch), che indicano il livello massimo di affidabilità, a *Not Prime* (Moody’s) e D (Standard&Poor’s e Fitch), che indicano invece le situazioni deteriori (scarsa affidabilità dell’emittente e livello di rischio di *default* più elevato). I rating a medio-lungo termine variano da Aaa (per Moody’s) e AAA (per Standard&Poor’s e Fitch), che indicano il livello di massima affidabilità, a C (per Moody’s) e D (per Standard&Poor’s e Fitch), che rappresentano la valutazione deteriore (insolvenza); possono inoltre essere aggiunti i numeri “1” “2” “3” (Moody’s) e i segni “+” e “-” (Standard&Poor’s e Fitch) per differenziare il giudizio all’interno di una medesima categoria di rating”¹⁷. Da Aaa a Baa3 (Moody’s) e da AAA a BBB- (Standard&Poor’s e Fitch) siamo nella categoria *investment grade* (categoria di investimento), che indica elevata affidabilità e basso rischio di insolvenza dell’emittente; invece, da Ba1

¹⁷ E. DEPETRIS, *La responsabilità civile delle agenzie di rating del credito nella disciplina italiana ed europea*, Torino, Giappichelli, 2015, p. 34-35.

(Moody's) e da BB+ (Standard&Poor's e Fitch) fino all'insolvenza (*default*) siamo nella categoria *speculative grade* o *junk* (categoria speculativa), che indica scarsa affidabilità ed elevato rischio *default* dell'emittente.

Per quanto riguarda la categoria *investment grade*:

- AAA, Aaa, AAA indicano le obbligazioni qualitativamente migliori (eccellenti). L'emittente presenta una buona qualità e liquidità dell'attivo, un'ampia diversificazione ed una dimensione consolidata. Il posizionamento di mercato è eccellente ed ha un'elevata capacità di copertura del debito (pagamento di capitale ed interessi);
- AA, Aa, AA indicano le obbligazioni di qualità molto alta. L'emittente presenta una buona qualità e liquidità dell'attivo, una buona diversificazione, un buon posizionamento di mercato ed una solida capacità di copertura del debito;
- A, A, A indicano le obbligazioni di qualità alta. L'emittente presenta una soddisfacente qualità e liquidità dell'attivo, inserimento di mercato e capacità di copertura del debito nella media;
- BBB, Baa, BBB indicano obbligazioni di buona qualità. L'emittente presenta qualità e liquidità dell'attivo accettabili, anche se con un considerevole grado di rischio. La capacità di copertura del debito è bassa.

Invece, per ciò che concerne la categoria *speculative grade*:

- BB, Ba, BB indicano le obbligazioni speculative. L'emittente presenta qualità e liquidità dell'attivo accettabili, ma con un elevato grado di rischio. I margini di copertura del debito sono limitati;
- B, B, B indicano le obbligazioni altamente speculative. L'emittente presenta una qualità dell'attivo accettabile, ma con temporanee difficoltà di liquidità. La leva finanziaria è alta e il credito è in osservazione;
- CCC, CAA, CCC (come anche CC, Ca, C e C, C, C) indicano le obbligazioni ad elevato rischio *default*. L'emittente presenta una qualità dell'attivo accettabile, ma con temporanee difficoltà di liquidità. La leva finanziaria è alta ed il credito è in osservazione. Vi sono significative difficoltà nella gestione del debito ed incertezza circa le possibilità di copertura dello stesso.

Due sono le tipologie di *rating*: gli *short-term rating* (*rating* a breve termine) e i *long-term rating* (*rating* a lungo termine). La simbologia differirà a seconda della categoria di appartenenza dello strumento, ovvero a seconda che la valutazione del merito creditizio riguardi

uno strumento di debito a breve o a lungo termine. L'uso di scale di *rating* diverse per le due categorie di investimento è legata ai diversi rischi associati alle stesse. Infatti, gli investimenti a lungo termine presentano un rischio maggiore, poiché vi è una maggiore difficoltà e incertezza nel prevedere eventi futuri. Le agenzie di *rating* effettuano un continuo monitoraggio sul rischio di credito di un emittente o di un titolo. Qualora vi siano informazioni su circostanze che possono inficiare la stabilità del *rating*, l'emittente è tenuto a comunicarle e, una volta effettuate le opportune verifiche, le agenzie di *rating* emettono il cosiddetto giudizio di *outlook*. A riguardo, va detto che "la maggior parte dei rating incorpora un *outlook* (prospettiva), che indica la tendenza attesa del *rating* e può essere stabile, positiva o negativa a seconda che la prospettiva del *rating* sia di mantenimento della categoria in essere, di miglioramento o di peggioramento. In sostanza l'*outlook* esprime una valutazione sulle variazioni di *rating* ritenute più probabili nel medio-lungo termine. In ogni caso un *outlook* positivo o negativo non implica che il *rating* venga necessariamente modificato. Ove non dovesse essere possibile segnalare il *trend* atteso del *rating*, l'*outlook* verrebbe indicato come *evolving*."¹⁸.

Dunque, se si prevede un miglioramento del *rating*, l'*outlook* è positivo e si parla di *upgrade*; se, al contrario, si prevede un peggioramento del *rating*, l'*outlook* è negativo e si parla di *downgrade*. I fattori che possono portare a modifiche del giudizio attribuito dalle agenzie sono molteplici. Tra questi vi sono: le innovazioni tecnologiche, i cambiamenti della situazione economica, i cambiamenti relativi all'andamento dei mercati del credito, le novità relative a uno specifico settore industriale, variazioni nei limiti del debito e i cambiamenti legislativi. Alcuni fattori possono colpire indistintamente tutti gli emittenti (es.: aumento dell'inflazione), altri, invece, possono avere effetti solo su emittenti e titoli specifici. Inoltre, "sebbene la bontà di un titolo sia determinata fondamentalmente dalla qualità dell'emittente, quest'ultimo può emettere titoli di tipo diverso assistiti da garanzie particolari o subordinati ad altri; inoltre, ogni nuova emissione può modificare la situazione finanziaria e patrimoniale dell'emittente"¹⁹.

Solitamente il *rating* viene assegnato su richiesta dell'emittente (si parla di *solicited rating*), ma molti sono stati i casi in cui le agenzie hanno deciso di emettere autonomamente il giudizio (*unsolicited rating*). Successiva alla domanda di *rating* è la nomina, da parte dell'agenzia, di una commissione *ad hoc*, di cui debbono far parte esperti del settore economico in cui l'emittente opera. La commissione effettua più incontri con il management dell'emittente per poter valutare i piani finanziari e operativi, le politiche e le strategie aziendali.

¹⁸ S. GINEVRI, *Le società di rating nel regolamento CE n. 1060/2009: profili organizzativi dell'attività*, in "Nuove leggi civ. comm.", 2010, p. 294, nota 14.

¹⁹ E. MONTI, *Le asimmetrie informative e l'attività di rating: una proposta per l'Italia*, in "Bancaria", 1995, p. 17.

A questa analisi quantitativa e qualitativa, segue una proposta di *rating* da parte della commissione; proposta che viene votata dai suoi membri e comunicata all'emittente, il cui merito di credito è oggetto di analisi, nel caso in cui si arriva ad un accordo. Qualora l'emittente in questione non dovesse essere d'accordo con il giudizio ricevuto può richiederne la revisione, ma dovrà fornire delle informazioni aggiuntive. Effettuata, eventualmente, la revisione da parte della commissione, il nuovo giudizio sarà comunicato all'emittente e reso pubblico. Tale procedura solitamente dura un mese. Caratteristica importante del *rating* è che non si tratta di un giudizio definitivo. Infatti, una volta che il giudizio è stato assegnato e pubblicato, o qualora si dovessero verificare particolari eventi atti ad incidere sullo stesso, inizia una fase cosiddetta di sorveglianza (*rating watch*), durante la quale il *rating* è sottoposto a revisione periodica (solitamente una volta all'anno. Anche una eventuale variazione del rating deve essere approvata dalla commissione. La pubblicazione del giudizio avviene annualmente.

È stato osservato come “sotto il profilo tecnico, la formulazione del *rating* ha origine dall'incontro (formale) tra la società specializzata e il cliente (che ne fa specifica richiesta). È evidente, infatti, che la configurazione di un rapporto relazionale tra *rater* ed emittente (da cui scaturiscono i cd. *management meeting*) assume cruciale importanza in ordine all'implementazione di una corretta ricognizione delle effettive condizioni operative, economiche, patrimoniali e finanziarie del soggetto sottoposto ad analisi. Ed invero, l'interazione tra le parti contrattuali consente di addivenire ad uno scambio costante e duraturo di notizie e dati, che sono strumentali all'identificazione di un adeguato livello di conoscenza degli aspetti caratterizzanti la società esaminata²⁰”.

²⁰ A. TROISI, *LE AGENZIE DI RATING. REGIME DISCIPLINARE E PROFILI EVOLUTIVI*, San Giuliano Milanese, CEDAM, 2013, p. 76-77.

CAPITOLO II

VALORE REGOLAMENTARE DEL RATING

2.1 Le asimmetrie informative: le agenzie di rating come intermediari dell'informazione

Normalmente, il *rating* viene commissionato dagli emittenti. In questo caso si parla di *solicited ratings*²¹; gli emittenti richiedono la valutazione esterna delle agenzie di *rating*, pagandole, consentendo loro di accedere ai propri dati e di poter avere informazioni riservate sull'attività svolta. Dall'altra parte, invece, troviamo gli *unsolicited ratings*²²; le agenzie di *rating* decidono liberamente, senza aver ricevuto alcun incarico, di emettere un giudizio relativo ad un emittente o un'emissione, utilizzando solo le informazioni che ottengono dal mercato e che sono a disposizione di tutti gli operatori. In quest'ultimo caso, al fine di ottenere un giudizio che sia obiettivo e veritiero, l'emittente oggetto di valutazione dovrà provvedere per tempo a fornire informazioni aggiuntive all'agenzia di *rating*.

Le asimmetrie informative determinano delle inefficienze nel funzionamento dei mercati finanziari. A fronte di questo problema, fondamentale è il ruolo svolto dalle agenzie di *rating*. Infatti, l'emissione di giudizi da parte di dette agenzie circa la solidità e solvibilità degli operatori dei mercati finanziari, in particolare degli emittenti (stati sovrani, enti pubblici e imprese che ricorrono ai mercati finanziari per reperire i fondi necessari a finanziare la propria attività) dovrebbe eliminare, o quantomeno attenuare, le asimmetrie informative.

²¹Intorno alla metà degli anni '70 cambia il modello di business: il tradizionale modello basato sulla vendita di abbonamenti agli investitori (*investor-pay model*) è sostituito da un nuovo modello, dove sono gli emittenti richiedenti il rating a pagare le agenzie (*issuer-pay model*). Per approfondimenti sul tema, si veda A. CASTALDO, L. PALLA, *op. cit.*, p. 102 e ss.

²²A. DUFF, *The Credit Ratings Agencies and Stakeholder Relations: Issues for Regulators*, in "Journal of International Banking and Financial Law (UK)", 2009, p.11 ss., afferma che "definitions of unsolicited ratings vary, but usually include three elements. First, the rating has not been formally sought by an issuer; secondly, that the rating does not involve any formal involvement of the issuer's management team; and thirdly, a rating fee has not been paid".

C'è da dire che, "il fatto che un *rating* sia emesso senza una specifica richiesta da parte dell'emittente solleva non pochi dubbi sull'integrità del processo che porta all'attribuzione del *rating* e sul potenziale conflitto di interessi insito in tale pratica. Ciò potrebbe verificarsi se l'agenzia ha un incentivo a emettere un *rating* poco favorevole allo scopo di indurre l'impresa a richiedere ufficialmente il *rating*, e pagare la relativa commissione, per ottenerne uno più favorevole. Tale problematica è particolarmente delicata se si tiene conto che il *rating* influisce sul costo del denaro sui mercati finanziari internazionali. Gli *unsolicited ratings* sono emessi sulla base delle sole informazioni pubblicamente disponibili dato che, non essendovi specifica richiesta da parte dell'emittente, non è possibile richiederli informazioni confidenziali. In virtù di ciò, si ritiene che gli *unsolicited ratings* siano distorti ed eccessivamente conservatori, proprio perché gli analisti non hanno accesso ai dati degli emittenti. Essi sono considerati uno strumento per l'espansione delle quote di mercato delle agenzie, specie in alcuni paesi. Le agenzie che forniscono *unsolicited ratings* agli investitori tentano di guadagnarsi un vantaggio competitivo rispetto alle altre agenzie che non assegnano tale tipo di *rating*".

G. FERRI, P. LACITIGNOLA, *Concorrenza e agenzie di rating: il dibattito economico*, in "Analisi Giuridica dell'Economia", 2012, p. 14.

Si parla di asimmetria informativa quando una delle due parti coinvolte in una transazione non ha informazioni sufficienti sull'altra parte per poter prendere decisioni corrette.

Se tutti gli investitori potessero disporre di queste informazioni sarebbero in grado di discriminare le aziende sane da quelle problematiche e, di conseguenza, sarebbero disposti a pagare l'intero valore dei titoli emessi dalle aziende sane che, a loro volta, vorranno vendere i loro titoli. Infatti, maggiori sono le informazioni sui titoli negoziati, maggiore sarà la capacità dei prezzi di riflettere con esattezza le effettive caratteristiche del titolo in questione.

In un contesto del genere, il mercato sarebbe efficiente²³, ovvero i fondi verrebbero tutti convogliati verso aziende di buona qualità, che sono quelle che offrono investimenti più produttivi. L'asimmetria informativa genera due tipologie di problemi: l'azzardo morale e la selezione avversa.

Per quanto riguarda l'azzardo morale il problema si manifesta in seguito alla firma del contratto. In questo caso, il creditore corre il rischio che il debitore tenga comportamenti e svolga attività poco raccomandabili, tali da rendere meno probabile il rimborso del prestito. Di conseguenza, in previsione di questo problema, i creditori potrebbero decidere di non concedere alcun prestito. La selezione avversa, invece, precede la firma del contratto. Si configura quando a richiedere più attivamente dei prestiti sono i soggetti più rischiosi (che hanno maggiore probabilità di essere insolventi). Anche in questo caso, così come per l'azzardo morale, i creditori potrebbero decidere di non concedere alcun prestito²⁴.

Dunque, solitamente, gli investitori non dispongono delle stesse informazioni di cui dispongono gli emittenti. In particolare, questi ultimi, disponendo di informazioni aggiuntive, sono

²³ Secondo la teoria dei mercati efficienti, un mercato può essere definito tale se tutti gli investitori dispongono delle stesse informazioni, così che i prezzi dei titoli quotati riflettono perfettamente tutte le informazioni disponibili. Stando a questa teoria, gli investitori non sono in grado di battere regolarmente il mercato. Nel 1970, Eugene Fama propose tre diverse ipotesi di mercati efficienti:

- mercato efficiente in forma debole: l'informazione ottenibile dallo studio dei dati storici è contenuta nel prezzo corrente;

- mercato efficiente in forma semi-forte: oltre all'informazione ottenibile dallo studio dei dati storici, i prezzi delle azioni riflettono anche tutte le informazioni pubbliche;

- mercato efficiente in forma forte: i prezzi delle azioni riflettono tutte le informazioni disponibili, ovvero quelle ottenibili dallo studio dei dati storici, le informazioni pubbliche e quelle riservate o privilegiate. G. FERRI, P. LACITIGNOLA, *op. cit.*, p. 49, affermano che: "La valutazione corretta delle attività finanziarie è rappresentata dal valore attuale scontato del flusso dei profitti futuri attesi, tenendo conto delle informazioni disponibili; in un mercato efficiente il prezzo di mercato di ciascuna attività dovrebbe eguagliare tale valore. In generale, quando gli economisti parlano dell'efficienza del mercato dei capitali considerano i prezzi delle attività e i loro rendimenti come risultato dell'operare della legge della domanda e dell'offerta in un mercato competitivo popolato da individui razionali".

²⁴ Un'interessante descrizione del problema della selezione avversa e del suo impatto sull'efficienza dei mercati finanziari è data dal premio Nobel G. AKERLOF, *The Market for 'Lemons': Quality, Uncertainty and the Market Mechanism*, in "*Quarterly Journal of Economics*", 1970, n. 84, pp. 488-500.

gli unici a conoscere realmente il proprio profilo di rischio, mentre gli investitori possono solo avanzare delle ipotesi a riguardo, in base alle informazioni in loro possesso²⁵.

Per ovviare alle inefficienze di mercato prodotte dalle asimmetrie informative, e quindi fornire informazioni complete agli investitori, si è pensato di ricorrere a società private la cui attività è quella di raccogliere, elaborare e vendere le informazioni sulle aziende emittenti titoli sui mercati finanziari. Questo è ciò che fanno le agenzie di *rating*: raccolgono tutte le informazioni (quantitative e qualitative) sulle attività di un'azienda, per poi elaborarle e venderle ai soggetti interessati ai titoli dell'azienda valutata.

Sul punto, “Esistono, tuttavia, dei rimedi al vantaggio conoscitivo dell'emittente: l'investitore potrebbe richiedere l'intervento di esperti estranei alla relazione di credito per valutare il merito creditizio, dotarsi egli stesso di competenze specifiche, inserire apposite clausole contrattuali per tutelarsi o monitorare continuamente l'emittente. È bene comunque osservare che queste soluzioni comportano dei costi (di transazione) addizionali difficilmente recuperabili per l'investitore, determinando così una situazione di equilibrio sub-ottimale e conseguente perdita di efficienza del rapporto contrattuale.”²⁶.

La soluzione del legislatore, invece, è rappresentata dalla *mandatory disclosure* (divulgazione obbligatoria), ovvero la divulgazione di informazioni è imposta dalla legge. Si ritiene che il legislatore, essendo un soggetto terzo alla transazione, non abbia interessi in conflitto con la diffusione di informazioni esaustive e di buona qualità. Allo stesso tempo, però, questi deve tenere conto dell'equilibrio che ci deve essere tra il bisogno di informazioni da parte dell'investitore e le esigenze di tutela dell'emittente. Infatti, se da un lato l'emittente è portato ad attenersi a quanto prescritto dal legislatore per evitare le sanzioni e apparire affidabile agli occhi dell'investitore, dall'altro è portato a selezionare le informazioni da rendere pubbliche per evitare che i concorrenti possano servirsi di particolari informazioni sulla propria attività, ottenendo così un vantaggio competitivo.

²⁵ Copeland and Galai (1983) used the combination of purchase and sale options and the role played by the market maker to demonstrate information influence on the bid-ask spread. According to the authors, the market maker seeks to maximize the bid-ask spread difference between two investor classes: one motivated by liquidity and another motivated by information. In addition, the study showed that spread correlates negatively with the market competition degree. Glosten and Milgrom (1985) argue that spread may be due to the costs of adverse selection arising from the information asymmetry existing between market participants, since the presence of privileged traders promotes a positive bid-ask spread, even when the market makers are risk neutral and have zero profit expectation. In the same line, Glosten (1987) created the model for calculating the bid-ask spread that captures the adverse selection component. According to the author, spread is divided into two components: one due to monopoly power, loading cost, and custody cost, and another due to information asymmetry, which is capable of generating advantages to informed traders

S. DA SILVA RODRIGUES, F. CAIO GALDI, *Investor relations and information asymmetry*, in “*Revista Contabilidade & Finanças*”, 2017, p.5.

²⁶A. CASTALDO L. PALLA, *op. cit.*, p. 9.

Lo strumento del *rating* è stato rilevante nel passaggio da un sistema finanziario orientato agli intermediari, in cui lo scambio è indiretto²⁷, ad un sistema finanziario orientato al mercato (c.d. *market oriented*), dove lo scambio è dato dall'incontro diretto delle parti.

Infatti, una soluzione ai limiti dell'intervento del legislatore per risolvere il problema del *deficit* informativo nei mercati finanziari è stata l'individuazione di un soggetto terzo alla transazione, diverso dal legislatore, configurabile come *gatekeeper* o intermediario reputazionale.

Le agenzie di *rating* possono essere fatte rientrare nella categoria dei *gatekeepers* (guardiani di accesso alle porte dei saperi), nello specifico dei *market gatekeepers*. Si tratta di quei soggetti che si occupano di raccogliere, studiare, analizzare e selezionare le informazioni e che con la propria attività condizionano l'accesso al mercato finanziario, individuando gli operatori che possono entrarvi e a quali condizioni questi possono operare.

In particolare, le agenzie di *rating* sono annoverate tra i *market gatekeepers* poiché emettono giudizi in base ai quali i soggetti del mercato vengono fatti rientrare in un determinato regime regolamentare piuttosto che un altro. Infatti, i giudizi delle agenzie sul rischio di credito di un emittente o di un'emissione sono fondamentali sia per orientare le scelte degli investitori, sia perché il conseguimento di un certo *rating* determina l'accesso o meno dei soggetti, o degli strumenti, valutati a determinati mercati.

Dunque, le agenzie di *rating* fungono da veri e propri intermediari dell'informazione che si frappongono tra emittenti e investitori²⁸, di conseguenza il *rating* può essere considerato un vero e proprio bene pubblico²⁹.

Per bene pubblico si intendono quei "prodotti per i quali il costo sostenuto per estendere il servizio a un individuo supplementare è zero ed è impossibile impedire agli individui di farne uso"³⁰. Stando alla definizione, i beni pubblici sono, quindi, caratterizzati da un costo di estensione del servizio ad un secondo soggetto pari a zero e dall'impossibilità di escludere un soggetto dal godimento del servizio stesso.

²⁷ Gli intermediari finanziari, attraverso l'emissione di passività, acquisiscono fondi che poi vengono dagli stessi utilizzati per effettuare investimenti, acquistando obbligazioni o concedendo prestiti.

²⁸ Tra gli investitori, "gli istituti di credito e le società commerciali (...) utilizzano le valutazioni sul merito di credito degli emittenti anche quale parametro per diversificare, mediante l'accesso a nuovi settori, le fonti di raccolta, nonché per gestire la liquidità in eccesso e/o migliorare i profili di rischio degli attivi, corrispondendo ai sottoscrittori dei titoli un tasso di rendimento ad uno spread inferiore".

M. MARIANELLO, *La responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti dei terzi risparmiatori*, in "Resp. civ.", 2008, pp. 639-640.

²⁹ L. PICARDI, sul punto afferma che, "si comprende come il *rating* sia considerato alla stregua di un 'bene pubblico', dato che la diffusione di contenuti informativi complessi per il tramite di un indicatore facile da comprendere, per un verso, riduce o elimina le duplicazioni nelle quali verosimilmente incorrerebbero gli investitori che pure volessero impegnarsi separatamente in singole ricerche, per l'altro, consente ai possessori di modeste quantità di strumenti finanziari di evitare i costi di un'autonoma attività di raccolta, elaborazione e verifica delle informazioni".

L. PICARDI, *Il rating fra crisi e riforma dei mercati finanziari*, in "Riv. dir. civ.", 2009, p. 719.

³⁰ P.A. SAMUELSON, W.D. NORDHAUS, *Economia*, diciassettesima ed., 2002, Milano, McGraw-Hill, p.37.

Tuttavia, le agenzie di *rating* sono *gatekeepers sui generis*, in quanto svolgono un'attività che è più redditizia rispetto alle attività svolte dagli altri *gatekeepers*.

L'attività delle agenzie si caratterizza, infatti, per una maggiore esposizione al problema del conflitto di interesse e, inoltre, ha assunto un'importanza sempre maggiore nelle operazioni di finanza strutturata³¹.

Si parla spesso di *reputational intermediaries* (intermediari reputazionali). Le definizioni di *gatekeepers* e *reputational intermediaries* vengono utilizzate come sinonimi, sebbene “nella prima (...) è più evidente la funzione di condizionamento dell'accesso al mercato, mentre nella seconda sono evidenziati i caratteri che fanno di questi soggetti attori sofisticati e affidabili nel mercato”³².

Nella determinazione del *rating* le agenzie si basano su informazioni sia pubbliche che private (quest'ultime fornite dall'emittente oggetto di valutazione)³³. Tali informazioni rappresentano un costo per le agenzie di *rating*, ma, allo stesso tempo, investendo nella raccolta di informazioni, queste hanno la possibilità di accumulare capitale reputazionale³⁴. Può, però, succedere che, una volta consolidato il capitale reputazionale, le agenzie siano portate a ridurre gli investimenti nella raccolta e analisi di informazioni, riducendo così i propri costi.

³¹ In merito, “L'aspetto delicato – e sotto il profilo dell'esigenza della regolamentazione del conflitto di interessi, qualitativamente e quantitativamente molto più preoccupante del semplice dato che il giudizio dell'agenzia di *rating* è pagato dall'emittente – della relazione tra (l'assegnazione di un) *rating* e (la) finanza strutturata sta proprio nel fatto che è il titolo, in questo caso, a essere disegnato ed espressamente realizzato in maniera tale da essere meritevole di un *rating* (il più delle volte già stabilito) e non, come invece solitamente avviene per gli strumenti della finanza “tradizionale”, a essere “costruito” prima e in maniera indipendente dalla futura ed eventuale valutazione dello stesso attraverso un giudizio di *rating*. È invero noto come sia l'emittente a scegliere di costruire uno strumento cui possa attribuirsi un certo *rating*. E se ci si avvale proprio di una agenzia di *rating* per creare il prodotto che possa corrispondere alla valutazione auspicata, il conflitto è evidente e insopprimibile, ove l'agenzia agisca *ex ante* come un vero e proprio *advisor* finanziario dell'emittente, aiutando quest'ultimo a realizzare un prodotto che risponda a quei requisiti che, *ex post*, permetteranno alla stessa agenzia, “mutata la propria casacca”, di classare l'oggetto frutto (almeno in parte) della sua stessa opera d'ingegno”.

R. LENER, M. RESCIGNO, *Agenzie di rating e conflitti di interesse: sintomi e cure*, in “*Analisi giuridica dell'economia*”, Fascicolo 2, dicembre 2012, p. 359.

³² L. AMMANNATA, *Mercati finanziari, società di rating, autorità ed organismi di certificazione*, in “*Amministrazione in cammino*”, 2012, p. 2.

³³ Per approfondimenti su queste due tipologie di informazioni e sul legame tra le stesse si veda A. CASTALDO, L. PALLA, *op. cit.* p. 85 ss.

È importante tenere presente che il *rating* “per un verso si basa sulle informazioni disponibili (siano esse solo quelle pubbliche oppure anche quelle “private” ottenute dalla *rated entity*), ma per altro verso è esso stesso un'informazione che, una volta divulgata, è suscettibile di incidere sul valore dell'oggetto del *rating*. È agevole, quindi, comprendere come un buon *rating* possa autoalimentarsi e, soprattutto, come un *downgrade* sia in grado di innescare una spirale perversa al ribasso tanto da far dire a un autore che esso “resembles more an obituary than a prophecy” (Coffee jr., 2006)”.

G. PRESTI, *Take the “AAA” train: note introduttive sul rating*, in “*Analisi Giuridica dell'Economia*”, 2012, p. 255.

³⁴ Alla base del concetto di reputazione delle agenzie di *rating* c'è che “il *rating* incorporerebbe non solo informazioni sul merito di credito di un certo emittente o strumento finanziario, ma anche la reputazione dell'agenzia che lo ha prodotto. In altri termini, la qualità del *rating* dipenderebbe in misura rilevante dalla reputazione e dalla credibilità che l'agenzia che lo ha emesso ha guadagnato operando sul mercato; mercato che sarebbe perfettamente in grado - in ragione delle performances storiche delle agenzie - di percepire la reputazione dell'agenzia come componente fondamentale dell'affidabilità delle sue valutazioni”.

G. ROMANO, *Le agenzie di rating del credito: fenomenologia e regolamentazione*, in “*Archivio CERADP*”, 2010, p. 9.

In realtà, ci vuole tempo per formare e consolidare il capitale reputazionale; ogni volta che le agenzie emettono un *rating* mettono in gioco la propria reputazione, di conseguenza queste sarebbero disincentivate dal ridurre gli investimenti nella raccolta delle informazioni.

Si è detto che il *rating* è un giudizio sul merito di credito di un emittente o di un'emissione. Nel tempo, con l'internazionalizzazione dei mercati e soprattutto per le emissioni più consistenti, ha preso sempre più piede la regola del cosiddetto *doppio rating*.

Si parla di *doppio rating* con riferimento a quei titoli obbligazionari di importo rilevante, che ricevono un *rating* sia da Moody's che da S&P's. Questa regola comporta un aumento della domanda di titoli.

Ma perché il *doppio rating*? Uno dei motivi è da ricondurre alla percezione che hanno gli investitori. Infatti, l'attribuzione di un secondo *rating* porta ad avere informazioni aggiuntive rispetto a quelle ottenute con il primo, di conseguenza gli investitori preferiranno gli strumenti con *doppio rating* rispetto a quelli con un unico *rating*, potendo disporre, per i primi, di un maggior numero di informazioni. Dal lato dell'emittente, invece, questi vorrà acquistare il secondo *rating* solo nel caso in cui il risparmio che riesce ad ottenere dalla riduzione del tasso di interesse da applicare sui titoli è maggiore del costo che dovrà sostenere per richiedere il secondo *rating*.

Determinante nella richiesta di un secondo *rating* da parte dell'emittente è anche la regolamentazione, infatti ci sono regole che richiedono almeno due *rating*.

Ancora, la richiesta potrebbe dipendere anche dal fatto che nel richiedere un secondo *rating* l'emittente dimostra che non ha nulla da nascondere. Tra l'altro, se la maggior parte degli emittenti richiede un *rating* aggiuntivo, anche gli altri saranno portati a farlo per rassicurare l'investitore (tutto gira intorno alla percezione che l'investitore ha circa l'esistenza di un secondo *rating*. Questi ritiene che un doppio *rating* sia sinonimo di una maggiore sicurezza).

Raramente accade che venga richiesto un terzo *rating*. Ciò accade quando i *rating* emessi da Moody's e S&P's divergono (*split ratings*).

I *gatekeepers* o intermediari reputazionali sono anche definiti intermediari informativi³⁵. L'autorevolezza di questa tipologia di intermediari è determinata prima di tutto dal fatto che si tratta di soggetti altamente sofisticati e, quindi, in grado di fornire informazioni di alta qualità; secondo, perché questi vengono pagati per il servizio offerto e la loro permanenza sui mercati

³⁵ F. PARTNOY, *Overdependence on Credit Ratings was a Primary Cause of the Crisis*, "San Diego Legal Studies Paper", n. 09-015, 2009, circa le cause della nascita degli intermediari informativi, sostiene che "information intermediaries have arisen because of information asymmetry between buyers and sellers, particularly in markets where sellers have superior information but cannot costlessly convey this information to buyers. If buyers are economically rational, prices in a market with information asymmetry will reflect the average quality of a product, and sellers with superior products will bear the cost of the information asymmetry. Consequently, sellers in such a market will have an incentive to disclose the superior nature of their product so that they can receive the highest price. In financial markets, to the extent that sellers cannot credibly make such disclosures, there are incentives for information intermediaries to play this role".

finanziari, oltre alla continuità della loro attività, dipende dalla qualità di tale servizio e da un comportamento corretto.

Il potere di mercato che oggi hanno le agenzie di *rating* è frutto della loro capacità di costruire la propria reputazione, ma anche perché le stesse vendono licenze regolamentari (*regulatory license*)³⁶.

Sul punto si osserva che: “Se non ci fosse una regolamentazione che incarna al proprio interno i *rating*, la teoria delle licenze regolamentari coinciderebbe con la teoria del capitale reputazionale: le agenzie vendono informazioni e sopravviverebbero solo sulla base della loro abilità di accumulare e detenere capitale di reputazione. Una volta, però, che la regolamentazione prevede l'utilizzo dei *rating* come punto di riferimento, le agenzie cominciano a vendere non solo informazioni ma anche preziosi diritti di proprietà associati all'ottemperanza alla regolamentazione. [...] Il fatto che gli emittenti sono disposti a pagare per avere il *rating* e gli investitori sono disposti ad accettare tassi di interesse più bassi, a fronte di livelli di *rating* più elevati, è sintomo della percezione che le agenzie forniscono preziose informazioni.”³⁷.

2.2 La centralità dell'informazione nei mercati finanziari

Molteplici sono i significati attribuiti al termine “informazione”. Una definizione esaustiva viene data da V. Zeno-Zencovich, il quale afferma che: “In un primo senso, contenutistico, per informazione si intende qualsiasi dato rappresentativo della realtà che viene conservato da un soggetto oppure comunicato da un soggetto ad un altro. In un secondo senso, funzionalistico, sotto il termine informazione si ricomprendono quelle attività di comunicazione al pubblico svolte da taluni mezzi, quali la stampa, la radio e la televisione. In una terza accezione, specialistica, l'informazione integra un obbligo posto a carico di taluni soggetti quando entrano in rapporto con altri, come avviene nelle trattative contrattuali o nella presentazione di beni o servizi oggetto di rapporti giuridici”³⁸.

³⁶ Va sottolineato che “già a partire dagli anni '30 del novecento, le autorità statunitensi hanno attribuito ai giudizi in questione una specifica funzione di valutazione dei titoli obbligazionari posseduti dal sistema bancario dell'epoca. Bisognerà attendere, tuttavia, l'istituzione da parte della SEC (Securities Exchange Commission) del registro NRSRO (Nationally Recognized Statistical Rating Organizations) per addivenire al riconoscimento a tali soggetti di tipiche funzioni economiche e finanziarie. [...] Si rileva, tuttavia, che l'attribuzione di uno specifico ruolo istituzionale alle agenzie iscritte nel registro delle NRSRO ha posto in secondo piano l'importanza del capitale reputazionale in capo alle medesime. Ciò in quanto, il mercato ha conferito crescente rilevanza alla “*regulatory license*” di cui si è detto, disancorandosi, al contempo, dalla riferibilità al “valore intrinseco” ascrivibile alla correttezza ed all'affidabilità dei giudizi elaborati”.

A. TROISI, *op. cit.*, p. 71-72.

³⁷ G. FERRI, P. LACITIGNOLA, *cit. op.*, p. 88.

³⁸ V. ZENO-ZENCOVICH, voce *Informazione (profili civilistici)*, in “*Dig. disc. priv.*”, sez. civ., quarta ed., vol. IX, Torino, 1993, p. 421.

Si è parlato di mercati efficienti, ma nella realtà questi non lo sono. Il gap informativo tra investitori ed emittenti esiste ed è difficile da annullare, si può soltanto pensare di ridurlo.

È proprio nell'ambito di questa asimmetria informativa che emerge a pieno il valore dell'informazione, considerata come bene pubblico, in quanto fondamentale per assicurare l'efficienza dei mercati finanziari; questi sono luoghi immateriali e, "In un mercato nel quale i prodotti in vendita non si pesano, non si toccano, non si assaggiano, non si apprezzano con lo sguardo, ma il cui valore è in larga misura dipendente da vicende e prospettive sottostanti, è chiaro che solo chi è correttamente informato è in condizione di perseguire e tutelare razionalmente i propri interessi"³⁹.

In virtù del legame, sempre maggiore, tra il mondo della finanza e l'economia reale, c'è da dire che una corretta e completa diffusione delle informazioni nei mercati finanziari rileva non soltanto ai fini del raggiungimento di una maggiore efficienza ed equilibrio di detti mercati, ma anche per ciò che concerne la stabilità dell'intero sistema economico, andando indirettamente ad impattare anche sul comportamento di soggetti terzi, che non operano sui mercati finanziari.

Dunque, l'informazione è alla base della realizzazione di un mercato efficiente, di conseguenza, si configura come protagonista assoluta nei mercati finanziari e come determinante del prezzo dei prodotti finanziari negoziati sul mercato.

Le asimmetrie informative tra investitori ed emittenti portano con sé un rischio di non poco conto; infatti, maggiore è il *deficit informativo*, maggiore sarà il rischio a cui andrà incontro l'investitore. Chiaramente, la componente rischiosa di un'operazione finanziaria non è eliminabile in senso assoluto⁴⁰, ma, allo stesso tempo, una corretta informazione consente di avere una giusta ponderazione rischio-rendimento e di consentire agli investitori di effettuare scelte efficienti.

È in questo contesto che si inseriscono le agenzie di *rating* che, insieme agli altri intermediari informativi, mirano a condurre i mercati finanziari verso l'efficienza.

Dunque, l'informazione "assume un ruolo cruciale in vista del raggiungimento di adeguati livelli di stabilità e di liquidità nello svolgimento degli scambi. Conseguisce la riferibilità alla nozione di "efficienza informativa", indicativa del legame intercorrente tra la quantità/qualità dei dati e delle

Sul punto, S. PIVATO ricorda la "distinzione tra l'informazione (intesa come nozioni e conoscenze allo stato grezzo su un certo oggetto) e il dato (inteso come le medesime nozioni e conoscenze rielaborate alla luce di un obiettivo)".

S. PIVATO, *Il rating, lo stato dell'arte*, in "Il rating. La valutazione del debito e la stabilità dei mercati finanziari in Italia", a cura di S. PIVATO, *Il Sole 24 Ore Libri*, Milano, 1995, p. 18.

³⁹ R. RODORF, *Importanza e limiti dell'informazione nei mercati finanziari*, in "Giurisprudenza Commerciale", n. 6, 2002, pp. 773 ss.

⁴⁰ A. CASTALDO e L. PALLA affermano che: "Il rischio connesso alle attività finanziarie non può essere considerato un elemento accidentale bensì un elemento essenziale. È proprio il rischio, infatti, ciò che giustifica il corrispettivo o il premio atteso dal "consumatore" di strumenti finanziari. Se non sussistesse nemmeno una minima percentuale di rischio il mercato finanziario non esisterebbe. Questo tipo di rischio è quello definibile "proprio" dell'investimento".

A. CASTALDO, L. PALLA, *op. cit.*, p. 45-46.

notizie disponibili tra gli operatori e i prezzi degli strumenti oggetto di negoziazione. È evidente che, quanto più detta misura di efficienza si attesti a livelli elevati, tanto più il mercato finanziario è in grado di soddisfare in modalità congrue le esigenze economiche e patrimoniali delle diverse categorie di agenti.⁴¹

Si distinguono due tipologie di operatori: gli operatori cosiddetti *naive* (non professionali, quali, per esempio, la clientela *retail*⁴²) e gli operatori cosiddetti sofisticati (intermediari professionali e controparti qualificate). La distinzione si basa sulla diversa condizione di vulnerabilità in cui vengono a trovarsi tali operatori.

I soggetti più vulnerabili sono gli operatori *naive*, per questo verrà posta l'attenzione sul ruolo dell'informazione nelle scelte di investimento effettuate da questi ultimi. Infatti, se è pur vero che le asimmetrie informative interessano entrambe le tipologie di soggetti, è vero anche che gli investitori sofisticati, in virtù del loro *status*, hanno la possibilità di accedere ad una serie di informazioni sulla controparte di cui gli investitori *naive*, al contrario, non possono disporre. Le informazioni vengono distinte in pubbliche e private. Nella categoria delle informazioni pubbliche vi rientrano tutte le comunicazioni di stampo economico e finanziario, divulgate dalle imprese nel rispetto di obblighi normativi e regolamentari di *mandatory disclosure*, che governano l'attività svolta sui mercati finanziari.

Gli obblighi informativi ai quali devono attenersi gli emittenti riguardano tre tipologie di informativa: l'informativa periodica, episodica e continua.

Circa il loro contenuto, nel primo caso si tratta di informazioni di natura contabile, con flussi informativi annuali ed infrannuali; nel secondo caso ci si riferisce a quelle informazioni relative ad operazioni specifiche, quali l'OPA (Offerta Pubblica d'Acquisto), e straordinarie, come le operazioni di fusione o scissione; nel terzo caso, invece, si tratta di informazioni rilevanti, che influenzano il prezzo degli strumenti finanziari.

Sotto il profilo economico, le informazioni pubbliche presentano tutte le caratteristiche dei beni pubblici. Infatti, una volta che gli emittenti hanno divulgato dette informazioni, queste potranno essere utilizzate da tutti gli operatori, indistintamente (non rivalità nel consumo); inoltre, l'obbligo legale di diffondere tali informazioni fa venir meno i costi che gli operatori nei mercati, diversamente, dovrebbero sostenere per ricercare ed elaborare le informazioni di cui necessitano (non escludibilità dal consumo).

Ciò nonostante, non tutti gli investitori sono in grado di interpretare al meglio queste informazioni e, quindi, di poter compiere delle scelte razionali che gli consentano di allocare in modo efficiente

⁴¹ A. TROISI, *op. cit.*, p. 58.

⁴² Si tratta di una fascia di clientela che include: i privati (quali le famiglie), i professionisti, gli esercenti e gli artigiani.

il proprio capitale. Si tratta degli investitori *naive*⁴³. Di conseguenza, per questi ultimi, ha poca importanza poter accedere alle stesse informazioni a cui hanno accesso anche gli operatori qualificati, dal momento in cui non sono in grado di valutarle e, quindi, utilizzarle allo stesso modo. È qui che diventa cruciale il ruolo delle agenzie di *rating*, capaci di ridurre i costi di raccolta, analisi e verifica delle informazioni, e di semplificare la lettura delle stesse da parte di investitori che non dispongono di mezzi appropriati per poterlo fare.

Dunque, “Proprio in ragione della forte incidenza sulle scelte di investimento delle informazioni semplici e dirette prodotte dalle agenzie, si ritiene indispensabile verificare se i rating vengono prodotti in modo efficiente in considerazione del *business model* e della struttura di mercato in cui originano. In relazione a questi due profili è possibile associare i seguenti rischi di inefficienza, insiti rispettivamente: a) nel conflitto d’interesse tra emittente e agenzia, considerato il modello *issuer-pay* che si è affermato; b) nel basso grado di contendibilità tipico del mercato del *rating*, considerato l’oligopolio che si è di fatto consolidato.”⁴⁴

2.3 La configurazione di potenziali conflitti di interesse

Si è detto come le agenzie di *rating* svolgano un ruolo importante nei mercati finanziari. Esse forniscono le informazioni di cui gli investitori hanno bisogno e che sono fondamentali per poter effettuare al meglio le proprie scelte di investimento.

In particolare, il *rating* “è rivolto, da una parte ai clienti delle agenzie di *rating*, ossia gli emittenti che, per mezzo di un contratto, hanno incaricato le agenzie di esprimere il loro giudizio, verso il pagamento di un compenso; dall’altra parte al pubblico degli investitori, che ricevono gratuitamente il *rating* e lo utilizzano come punto di riferimento per le loro decisioni di investimento”⁴⁵.

Riguardo la loro attività, le agenzie di *rating* godono di un vantaggio di costo nella produzione di informazioni, esse raccolgono elaborano e distribuiscono tali informazioni per poi utilizzarle più volte, sfruttando quindi le economie di scala. Il pericolo è che queste società possano utilizzare tali informazioni per soddisfare i propri interessi, fornendone di false o nascondendole. In tal caso si avrebbe una riduzione della qualità delle informazioni nei mercati, un aumento dell’asimmetria informativa e una riduzione dell’efficienza del sistema finanziario.

⁴³ Sul punto, “se non vengono aiutati a comprendere ed ordinare l’enorme e crescente massa di informazioni disponibili, paradossalmente i singoli agenti economici e -in particolare- i singoli risparmiatori continuano a soffrire di carenze e asimmetrie informative”.

M. MESSORI, *Informazione e mercati finanziari*, in “AGE”, n. 2, 2006, pp. 203 ss.

⁴⁴ A. CASTALDO, L. PALLA, *op. cit.*, p. 101.

⁴⁵ L. DI DONNA, *LA RESPONSABILITA’ CIVILE DELLE AGENZIE DI RATING. Mercato finanziario, allocazione dei rischi e tutela dell’investitore*, Lavis (TN), CEDAM, 2012, p. 77.

È dunque importante soffermarsi sul problema del conflitto di interessi. In particolare, “il conflitto di interessi è una condizione che si verifica quando viene affidata un'alta responsabilità decisionale a un soggetto che ha interessi personali o professionali in contrasto con l'imparzialità richiesta da tale responsabilità, che può venire meno a causa degli interessi in causa”⁴⁶.

Per ciò che riguarda le agenzie di *rating*, il conflitto di interessi può nascere quando più operatori con interessi diversi dipendono dal *rating* attribuito dalle agenzie. Chiaramente, sia gli investitori che le autorità di vigilanza si aspettano un giudizio imparziale del merito di credito dell'emittente, quest'ultimo, invece, trae beneficio da un *rating* favorevole.

Poiché le agenzie di *rating* sono pagate dagli emittenti a cui erogano il servizio, il rischio è che dette agenzie possano emettere giudizi positivi per aumentare la propria clientela.

Prima degli anni Settanta, il profitto di queste società proveniva principalmente dagli investitori, che pagavano per ottenere informazioni sul valore dei titoli. Il motivo che ha portato, poi, a far sì che fossero gli emittenti, e non più gli investitori, a pagare le agenzie per ricevere una valutazione, è da ricercarsi nel problema dell'asimmetria informativa.

In particolare, agli inizi degli anni Settanta, con le nuove tecnologie, si è avuta la possibilità di reperire, elaborare e diffondere più facilmente le informazioni. Di conseguenza, il profitto delle agenzie di *rating* iniziò a ridursi per cui si decise di passare ad un modello secondo cui a pagare sarebbero stati gli emittenti dei titoli e non più gli investitori. Questo è il modello attualmente in vigore.

Una ulteriore fonte del conflitto di interessi, per quanto riguarda le agenzie di *rating*, si individua nell'aumento dei servizi offerti dalle stesse.

Di recente, infatti, le agenzie, per aiutare gli emittenti ad ottenere un giudizio migliore, hanno iniziato ad offrire diversi servizi di consulenza (per esempio sulla struttura delle emissioni di debito). Questa nuova attività porta le agenzie di *rating* a dover valutare il loro stesso lavoro, generando un evidente conflitto di interessi.

Dunque, il conflitto di interessi, portando ad una riduzione delle informazioni ritenute affidabili, porta ad un'inefficiente allocazione delle risorse.

Infine, si osserva che “Da un'accorta valutazione delle compagini societarie e delle strutture gerarchiche, le agenzie di *rating* hanno partecipazioni strategiche di fondi e investitori internazionali: nei loro board siedono manager e finanziari le cui relazioni spaziano da banche a industrie, con rilevanti interessi su ogni mercato. Vi si ritrovano anche dirigenti di banche che sono state o che sono fortemente esposte nelle operazioni di finanza derivata e strutturata, una considerazione che apre e amplifica i sospetti sulla possibilità di speculazioni nei confronti di paesi

⁴⁶ Wikipedia.

fortemente indebitati e che invece dovrebbero essere posti al riparo dagli attacchi degli operatori⁴⁷.

D'altro canto, non è detto che ciò avvenga; potrebbe non esserci un numero di incentivi sufficienti ad abusare della posizione in conflitto. Infatti, se lo sfruttamento di un conflitto di interessi si rendesse visibile al mercato, la reputazione delle agenzie di *rating* sarebbe compromessa, diminuirebbe la credibilità dei *rating* emessi, e, data l'importanza di tali istituzioni nel sistema finanziario, l'abuso di una posizione in conflitto di interessi determinerebbe una riduzione dei profitti futuri delle agenzie, dal momento che il mercato è comunque in grado di verificare la qualità di *rating* ambigui, potendo osservare le performance dei diversi titoli. C'è da dire, però, che se questo è vero nel lungo termine, non è detto che lo sia nel breve termine.

Sia i *solicited ratings* che gli *unsolicited ratings*⁴⁸ sollevano il problema del conflitto di interessi delle agenzie di *rating*. Come si è detto, queste ricevono il compenso per le attività svolte direttamente dal soggetto che vanno a valutare, portando al fenomeno del cosiddetto *rating shopping*.

Il *rating shopping* si configura nel momento in cui gli emittenti commissionano il *rating* a più agenzie al fine di ottenere il giudizio migliore mentre, allo stesso tempo, le agenzie tendono a dare il giudizio in funzione del compenso che verrà loro corrisposto⁴⁹.

La fiducia degli operatori economici nei giudizi espressi dalle agenzie di *rating* deriva dal fatto che queste sono viste come soggetti terzi alla transazione e, quindi, come giudici imparziali. Tuttavia, questa imparzialità e l'indipendenza delle agenzie di *rating* sono compromesse da una serie di situazioni: primo, i soggetti valutati pagano per ottenere il *rating*, di conseguenza i profitti delle agenzie derivano totalmente dai soggetti giudicati; secondo, il più delle volte, il capitale delle agenzie è partecipato da istituzioni finanziarie che, successivamente, sono oggetto di

⁴⁷ P. GILA, M. MISCALI, *op. cit.*, p. 53.

Sul punto, "Che ci fanno- si è chiesto Fabio Pavesi- i gestori di fondi nel capitale di chi dà i voti ai bond emessi dalle stesse società che abitualmente un gestore compra e vende? La prima risposta è semplice: si sta lì perchè si guadagna e perché i fondi in America sono da sempre gli investitori istituzionali per eccellenza. La seconda è più maliziosa, ma indotta da questa strana presenza. Stare nel capitale di chi determina i destini di una miriade di società magari è utile per avere accesso a informazioni privilegiate. Se so che un'emissione verrà bocciata, vendo prima che la notizia sia resa pubblica. Certo, è un'illusione, ed è vero che esistono i muri cinesi. Ma quei muri sono stati oltrepassati tante di quelle volte che un filo di sospetto rimane".

F. PAVESI, *La complessità del rating*, in "Il Sole 24 Ore", 10 agosto 2010.

⁴⁸ Teoricamente, "un *unsolicited rating* dovrebbe presentarsi quale valutazione del merito creditizio dell'emittente libera da condizionamenti, in quanto non viziata dall'endemico conflitto derivante dall'essere il controllore remunerato dal controllato. Tuttavia, alcune grandi agenzie sono state accusate di aver fatto un uso ricattatorio e lesivo di "ratings ostili", cioè di essersi valse della minaccia derivante dall'emissione di *ratings* particolarmente bassi al fine di persuadere il soggetto valutato ad acquistare da esse servizi accessori ovvero a commissionar loro l'emissione del *rating*, lasciando chiaramente intendere che in tal caso il giudizio avrebbe potuto essere migliore. Insomma, non proprio una best practice da raccomandare".

G. ROMANO, *op. cit.*, p. 12.

⁴⁹ Tuttavia, va detto che "il fenomeno assume rilievo soltanto con riguardo a strumenti finanziari complessi, in quanto dinanzi a operazioni semplici è improbabile che agenzie di *rating* "di primo livello" possano dare giudizi molto differenti fra loro".

R. LENER, M. RESCIGNO, *op. cit.*, p. 359.

valutazione⁵⁰; terzo, spesso gli emittenti richiedono alle agenzie la prestazione di servizi di consulenza su prodotti che in futuro saranno oggetto di valutazione.

Ad accentuare il conflitto di interessi vi sono poi i cosiddetti *non rating services*. Si tratta di servizi accessori che non sono legati al giudizio di *rating*, ma che rappresentano un profitto certo, e a volte considerevole, per le agenzie. Di conseguenza, quest'ultime sono portate a dare una valutazione migliore al merito di credito dell'emittente, pur di mantenere con esso i rapporti e, quindi, i profitti, derivanti da tali servizi accessori.

L'attribuzione di un *rating* migliore rispetto a quello che realmente spetterebbe all'emittente determina un sovrapprezzo dei prodotti finanziari che, nel momento in cui i prodotti sovrastimati subiscono un *downgrade*, genera un'instabilità dell'intero sistema finanziario.

Riguardo al problema del conflitto di interessi, ci si è concentrati sul caso in cui è l'emittente che paga le agenzie per ottenere il *rating*.

Permangono, tuttavia, dei casi in cui a pagare le agenzie per questo servizio sono direttamente gli investitori. In molti ritengono che anche in questo caso si possa generare un conflitto di interessi delle agenzie, nel momento in cui gli investitori committenti tentino di influenzarne i giudizi.

D'altro canto, una serie di circostanze portano ad attenuare il problema oggetto di analisi. Primo, le agenzie di *rating* tengono alla loro credibilità e reputazione come soggetti indipendenti ed imparziali nell'attribuzione del giudizio e, in aggiunta, c'è che i profitti non sono tali da indurle a mettere in discussione il valore loro riconosciuto. Secondo, oggi le società si rivolgono a più agenzie per ottenere il *rating*, di conseguenza si riduce la possibilità che si verifichino alterazioni del giudizio da parte delle stesse. In ultimo, le agenzie dispongono di un'ampia clientela, così che non hanno bisogno di legarsi ad un unico emittente.

Né il Regolamento comunitario n. 1060/2009, e successiva modifica con il Regolamento comunitario n. 513/2011, né la proposta del nuovo regolamento, avanzata dalla Commissione il 15 novembre 2011, sono riusciti a dare soluzione al problema del conflitto di interessi delle agenzie di *rating* (i regolamenti appena citati saranno oggetto di analisi nel capitolo successivo).

⁵⁰ È interessante osservare che “tra gli azionisti di Standard & Poor's e quelli di Moody's si trova il fior fiore dell'industria statunitense dei fondi di investimento: coloro che investono sul mercato sono anche coloro che “giudicano” il mercato. Alcuni fondi sono contemporaneamente azionisti di Standard & Poor's e di Moody's e sono in stretto rapporto con le banche d'affari Goldman Sachs, Jp Morgan e Morgan Stanley”, in particolare, “Oltre il 50% delle quote azionarie è costituito da flottante, il resto è legato a fondi e investitori istituzionali. Per il 12,45% Standard & Poor's appartiene a Capital World Investors, per il 5,44% a BlackRock, per il 4,3% a State Street, per il 4,2% a Vanguard Group e per circa il 4% a Fidelity. Queste le altre quote, diciamo così, di “minoranza”: Oppenheimer Funds 3,8%, T. Rowe Price Associates 3,3%, Jana Partners 2,9%, Ontario Teachers Pension Price 2,3%. Si tenga presente un altro particolare importante: alcuni dei grandi fondi citati (Capital World Investors, BlackRock, State Street, Vanguard Group, Fidelity e T. Rowe Price Associates) detengono insieme il 30% circa della stessa McGraw-Hill, la società che possiede Standard & Poor's. Non solo: (...) la stessa “squadra” si ripresenterà compatta anche nella compagine azionaria di Moody's, col risultato che a governare di fatto un paio di agenzie di rating sono gli stessi soci”.

P. GILA, M. MISCALI, *op. cit.*, p. 13 e p. 55.

In virtù di quanto detto, “Il tema dunque non si presta a facili soluzioni: eppure è un tema non solo non eludibile, ma decisivo e qualificante ogni disciplina del *rating* e in generale dei mercati finanziari, come è ormai largamente riconosciuto. Tutti dichiarano di volerlo affrontare: sulle concrete scelte di intervento, però, molte sono le opzioni sul tappeto e ancor più le opinioni espresse nelle varie sedi istituzionali ed economiche. Ne è perfetta testimonianza il dibattito preparatorio sulle modifiche al regolamento comunitario che si annunciano, i molti emendamenti avanzati – anche netti – su temi qualificanti la proposta, l’emersione, non appena si delineano le possibili scelte di intervento, del tema dei costi che tali scelte comportano, l’esigenza di un attento bilanciamento con i benefici auspicati e, come si accennava, la necessità di verificare se soluzioni nuove non rechino problemi nuovi di conflitto di interessi”⁵¹.

2.4 La mancanza di trasparenza nei mercati finanziari

Nelle pagine precedenti si è a lungo discusso su come e in che misura i mercati finanziari siano affetti da asimmetrie informative e degli obblighi di *disclosure* imposti agli emittenti, necessari affinché questi ultimi diffondano un sufficiente numero di informazioni che siano complete e veritiere. Si tratta, dunque, di obblighi di trasparenza⁵² a cui debbono attenersi, oltre che gli emittenti⁵³ strumenti finanziari, anche gli intermediari finanziari⁵⁴.

⁵¹R. LENER, M. RESCIGNO, *op. cit.*, p. 354.

⁵² Riguardo la mancanza di trasparenza dell’attività svolta dalle agenzie di *rating* va detto che: “La trasparenza viene intesa secondo una duplice accezione: i) trasparenza metodologica: riguarda le metodologie con le quali le agenzie di *rating* effettuano le loro valutazioni. Una maggiore trasparenza porta ad un miglior monitoraggio delle agenzie da parte degli investitori e ad un miglior funzionamento del meccanismo reputazionale; ii) trasparenza delle performance: riguarda l’attendibilità delle valutazioni, ossia quanto bene i *rating* funzionano; anch’essa è importante per il meccanismo reputazionale”.

E. DEPETRIS, *op. cit.*, p. 104.

⁵³ Per quanto riguarda la normativa europea, gli obblighi di trasparenza degli emittenti sono disciplinati da: 1) Direttiva 2004/109/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 15 dicembre 2004 sull’armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato e che modifica la Direttiva 2001/34/CE (in GU L 390 del 31 dicembre 2004) e successive modifiche ed integrazioni per quanto riguarda l’informativa periodica e continuativa; 2) Direttiva 2007/14/CE della Commissione, dell’8 marzo 2007, che stabilisce le modalità di applicazione di alcune disposizioni della direttiva 2004/109/CE sull’armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato (in GU L 69 del 9 marzo 2007); 3) Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 21 aprile 2004 concernente le offerte pubbliche di acquisto (in GU L 142 del 30 aprile 2004); 4) Direttiva 2003/124/CE della Commissione, del 22 dicembre 2003, recante modalità di esecuzione della Direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda la definizione e la comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate e la definizione di manipolazione del mercato (in GU n. L 339 del 24 dicembre 2003).

⁵⁴Per quanto riguarda la normativa europea, gli obblighi di trasparenza degli intermediari nei confronti degli investitori sono articolati nella Direttiva MIFID (Direttiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 21 aprile 2004 relativa ai mercati degli strumenti finanziari, che modifica le Direttive 85/611/CEE e 93/6/CEE del Consiglio e la Direttiva 2000/12/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e che abroga la Direttiva 93/22/CEE del Consiglio in GU L 145 del 30/4/2004), e nella Direttiva 2006/73/CE della Commissione del 10 agosto 2006 recante modalità di esecuzione della Direttiva 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda i requisiti di organizzazione e le condizioni di esercizio dell’attività delle imprese di investimento e le definizioni di taluni termini ai fini di tale direttiva (in GU L 241/26 del 2/9/2006); a queste si

La differenza si riscontra nel fatto che, mentre le informazioni che gli emittenti sono obbligati a dare sono di dominio pubblico, per quanto riguarda gli intermediari, questi devono attenersi agli obblighi di trasparenza informativa soltanto nei confronti degli investitori con cui detengono un rapporto contrattuale.

Con specifico riferimento alle agenzie di *rating*, la trasparenza richiesta nei loro giudizi si riflette in flussi informativi rivolti al pubblico indistinto, strumentali al perseguimento di un mercato efficiente e, dunque, alla protezione di tutti i consumatori e investitori.

Se pure, dal punto di vista dei destinatari e della finalità, gli obblighi di trasparenza imposti alle agenzie di *rating* sembrano rientrare più in quelli degli emittenti che in quelli degli intermediari finanziari, in realtà, in questi ultimi si individua una maggiore attenzione alla tutela dell'investitore, oggi rafforzata dalla normativa europea grazie alla previsione di una specifica disciplina della responsabilità civile delle agenzie di *rating*, nel momento in cui si verifichi la violazione di alcune disposizioni sulla trasparenza.

In ogni caso, al di là di questa normativa, rimane il fatto che la violazione degli obblighi di trasparenza da parte delle agenzie comporta una responsabilità amministrativa delle stesse nei confronti delle autorità di vigilanza, sia europee che americane.

Le agenzie di *rating* nascono come alternativa e, in seguito, complemento delle norme di trasparenza imposte agli emittenti, per poi finire esse stesse, insieme ai loro giudizi, ad essere oggetto di obblighi di trasparenza, prima da parte della IOSCO⁵⁵ e successivamente della normativa americana ed europea.

aggiunge il regolamento (CE) 1287/2006 della Commissione del 10 agosto 2006 recante modalità di esecuzione della Direttiva 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda gli obblighi in materia di registrazioni per le imprese di investimento, la comunicazione delle operazioni, la trasparenza del mercato, l'ammissione degli strumenti finanziari alla negoziazione e le definizioni di taluni termini ai fini di tale direttiva, (in GU L 241 del 2 settembre 2006). Per completezza si ricorda che la Direttiva MIFID è stata oggetto di un processo di aggiornamento e revisione che si è concluso con l'emanazione della Direttiva 2014 65/EU (in GU L 173/349 del 12 giugno 2014) e del regolamento 600/2014 (in GU L 173/84 del 12 giugno 2014).

⁵⁵ La IOSCO (International Organization of Securities Commissions) è l'organizzazione internazionale delle autorità di vigilanza sui mercati finanziari. Si occupa di sviluppare la cooperazione tra gli associati, al fine di migliorare la regolamentazione dei mercati e lo scambio di informazioni, di unire i loro sforzi nella fissazione di standards e di una sorveglianza efficace sulle negoziazioni internazionali dei titoli e di favorire la mutua assistenza al fine di assicurare l'integrità dei mercati. In particolare, la IOSCO dedica alla trasparenza il principio n. 3: "CRA should make disclosure and transparency an objective of their rating activities". Tale principio è dettagliato in 5 sotto principi: "3.1. CRAs should distribute in a timely manner their ratings decisions regarding publicly issued fixed-income securities or issuers of publicly traded fixed-income securities. 3.2. CRAs should disclose to the public, on a non-selective basis, any rating regarding publicly issued fixed income securities as well as any subsequent decisions to discontinue such a rating if the rating is based in whole or in part on material nonpublic information. 3.3. CRAs should publish sufficient information about their procedures and methodologies so that outside parties can understand how a rating was arrived at by the CRA. This information should include (but not be limited to) the meaning of each rating category and the definition of default and the time horizon the CRA used when making a rating decision. 3.4. CRAs should publish sufficient information about the historical default rates of CRA rating categories and whether the default rates of these categories have changed over time, so that interested parties can understand the historical performance of each category and if and how ratings categories have changed. 3.5. CRAs should disclose if a rating is unsolicited".

IOSCO STATEMENT OF PRINCIPLES REGARDING THE ACTIVITIES OF CREDIT RATING AGENCIES. A STATEMENT OF THE TECHNICAL COMMITTEE OF THE INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS, 25 September 2003.

Il Codice dei Fondamentali di Condotta IOSCO, nella parte dedicata alla “responsabilità delle agenzie di *rating* del credito nei confronti del pubblico degli investitori e degli emittenti” presenta una specifica sezione in cui tratta della trasparenza, andando così a mettere in rilievo il legame tra la trasparenza dei *rating* e la responsabilità di chi li emette.

C'è da dire che, sebbene le agenzie di *rating* debbano rendere pubbliche tutte le informazioni previste relative alla loro istituzione e ai *rating* emessi, non sono, invece, tenute a rendere note anche le informazioni confidenziali eventualmente conosciute nello svolgimento della propria attività e comunicate dagli emittenti (tuttavia, il pubblico deve essere messo a conoscenza su sé, e in che misura, il *rating* è basato su informazioni non pubbliche). Tali informazioni, infatti, devono essere utilizzate esclusivamente per l'emissione del *rating* e secondo i termini dell'accordo di riservatezza con l'emittente.

Alla luce di quanto detto, si può dunque affermare che alla base di un buon funzionamento dei mercati finanziari vi è l'informazione, ma l'informazione in sé non basta, questa deve essere trasparente.

È ormai noto che tra le cause della crisi vi rientra anche la mancata trasparenza dei metodi di attribuzione dei *rating* da parte delle agenzie. Nei capitoli che seguono verranno passati in rassegna i diversi provvedimenti normativi che sono stati messi in atto a seguito della recente crisi finanziaria, in riferimento proprio all'attività delle agenzie di *rating*.

2.4.1 La crisi dei mutui subprime e i prodotti di finanza strutturata

Nell'estate-autunno 2007 è iniziata la crisi finanziaria internazionale, che successivamente si è trasformata in crisi dell'economia reale di tutti i Paesi sviluppati. La crisi finanziaria ha avuto origine negli Stati Uniti come ultimo stadio di una bolla edilizia di enormi proporzioni, caratterizzata da mutui concessi a persone che non erano in grado di offrire garanzie di restituzione del capitale e degli interessi. La bolla americana si estese oltre i confini, coinvolgendo una parte consistente dei mercati finanziari e delle grandi istituzioni finanziarie di altri Paesi. L'effetto contagio fu dovuto al fatto che molti investimenti provenienti da questi Paesi si erano riversati sul mercato dei mutui edilizi americani⁵⁶.

Il tentativo di mantenere a debito la prosperità della classe media americana, che si sarebbe ridotta se fossero stati considerati solo i redditi effettivi delle famiglie, ha provocato, nel momento in cui

⁵⁶ Inoltre, bisogna tener presente che “La valutazione degli analisti di Standard & Poor's, Moody's e Fitch (o anche di una soltanto di esse) non soltanto ha un'eccezionale rilevanza sui mercati, ma esercita un peso politico sugli orientamenti dei governi e su decisioni che gli stessi governi sono costretti a prendere”.
M. NAVA, in “*Corriere della Sera*”, 13 agosto 2011.

la bolla è scoppiata, una situazione di illiquidità e minacciata insolvenza delle istituzioni finanziarie che avevano somministrato tali debiti, quando invece non avrebbero dovuto.

Venuta a cessare l'infusione costante di potere d'acquisto attraverso il debito, la crisi ha raggiunto l'economia reale dei Paesi industrializzati, con crolli dei consumi e degli investimenti che a loro volta hanno peggiorato le condizioni del mercato finanziario.

Il consistente intervento del governo e delle autorità monetarie per far fronte ai crolli sui mercati ha riguardato le istituzioni finanziarie e ha richiesto un'ingente quantità di risorse pubbliche, tanto da portare ad un considerevole peggioramento delle finanze pubbliche dei Paesi coinvolti nei salvataggi. In questo modo la crisi ha raggiunto anche il debito pubblico dei Paesi sviluppati, spingendo i bilanci di alcuni di essi a sfiorare la bancarotta.

Questa condizione ha riguardato l'Italia che, come altri, portava con sé un enorme debito pubblico, ma anche Paesi in cui l'alto tasso di sviluppo del Pil negli ultimi decenni permetteva, con l'aumento delle entrate fiscali, un forte incremento della spesa pubblica, senza gravare sulle finanze pubbliche. Infatti, a causa degli effetti reali della crisi, la crescita è venuta meno e questi Paesi, quali Irlanda, Spagna e Grecia, hanno registrato un *deficit* elevato e un rapido aumento del debito pubblico. Le nuove condizioni di questi Stati hanno portato le agenzie di *rating* ad abbassare il loro merito di credito, peggiorando ulteriormente la situazione.

Dunque, le agenzie di *rating* del credito hanno avuto un ruolo tutt'altro che marginale nelle recenti crisi finanziarie⁵⁷. Sebbene abbiano avuto un giudizio sostanzialmente positivo sull'attività svolta nella prima metà del Novecento, non si può dire lo stesso su quella svolta negli anni successivi, in particolare, dagli anni Novanta ad oggi.

Infatti, numerosi sono i casi in cui è emersa l'inaffidabilità dei giudizi attribuiti dalle agenzie di *rating*; si ricordano: la crisi finanziaria delle "tigri asiatiche" alla fine del XX secolo (la cosiddetta *Asian Flu*), le crisi che hanno coinvolto Orange Country, Enron, WorldCom, Global Crossing, Executive Life, Washington Public Power Supply System, General Motors, Ford, Cirio, Parmalat, ed in ultimo la recente crisi dei mutui *subprime*⁵⁸.

⁵⁷In particolare, "Il 'problema' è che, nel corso del tempo, la valutazione di queste agenzie ha finito per avere un ruolo 'regolamentare', subordinando il proprio *rating* all'adozione di determinate scelte o politiche. Hanno assunto un ruolo talmente pervasivo che molti contratti finanziari prevedono i cosiddetti *rating triggers*, clausole che attribuiscono agli obbligazionisti determinati diritti nel caso in cui il titolo il loro possesso subisca un *downgrading* da parte di una o di tutte e tre le agenzie di *rating*. La valutazione delle agenzie finisce così per avere immediati effetti a cascata, anche a seguito del solo effetto annuncio".

A. NICITA, *Ma chi fa il rating a chi fa il rating?*, in "Economia & Lobby", in "il Fatto Quotidiano", agosto 2011.

⁵⁸ In particolare, "le obbligazioni di Lehman Brothers godevano da tempo della tripla A. Ma ciò non ha impedito di allontanare il rischio del crac (...). Dal punto di vista delle attività professionali, Enron e Lehman Brothers sono stati due casi sintomatici di disattenzione e superficialità da parte dell'industria del *rating* nei confronti di altrettante realtà statunitensi".

P. GILA, M. MISCALI, *op. cit.*, p. 40-41.

Sul punto, M. Anolli, in un'intervista de "Il Giornale" osserva che "Il *rating* non è un lavoro facile: ci vogliono investimenti in conoscenza, sviluppi di competenze, è inevitabile che tendano a formarsi monopoli naturali. La concentrazione dell'offerta può essere stata alla base di alcuni errori (Enron, Worldcom, Parmalat, o la crisi sui Cdo derivati dai mutui *subprime*). Perché è potuto accadere tutto questo? Perché c'erano pochi emittenti di titoli e

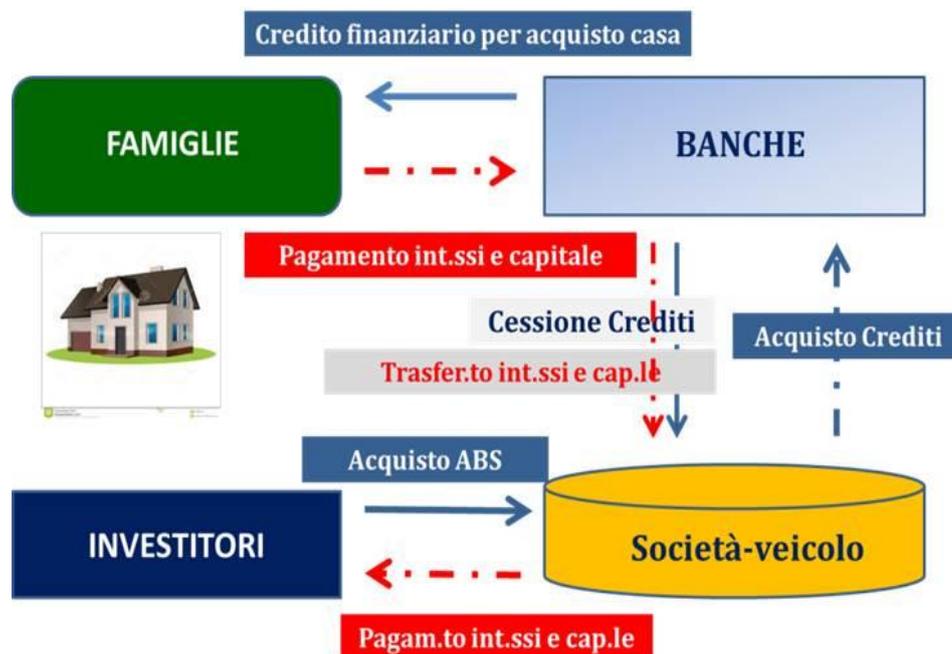
Tra i fallimenti più importanti senza dubbio vi è quello di Enron. Fino al 2001, Enron Corporation, multinazionale statunitense specializzata nella produzione e commercializzazione dell'energia, sembrava godesse di un successo spettacolare. Infatti, soltanto un anno prima del suo crollo, la società deteneva un quarto del mercato energetico ed era stata valutata settima nella classifica delle più grandi società degli Stati Uniti. Ciò nonostante, verso la fine del 2001, Enron dichiarò bancarotta. È indubbio che la finanza strutturata è stata l'epicentro della crisi finanziaria del 2008. Ma cosa si intende per finanza strutturata? Si tratta del risultato di innovazioni finanziarie, quali la cartolarizzazione, introdotte al fine di facilitare la complessa operazione di concessione del credito. La finanza strutturata è prevalentemente costituita da contratti finanziari attraverso i quali un soggetto (la banca) vende ad un investitore, attraverso l'emissione di titoli di debito, un credito che vanta nei confronti di un debitore.

Nello specifico, la banca concede un prestito al debitore originale, il quale si impegna a ripagare il proprio debito con rate mensili. Il credito che la banca vanta nei confronti di tale debitore viene dalla stessa venduto ad una società veicolo che, quindi, pagherà il credito della banca attraverso il ricavato ottenuto dall'emissione dei titoli agli investitori. I pagamenti delle cedole da parte dell'investitore sui titoli dallo stesso acquistati dipenderanno dalla solvibilità del debitore originale; in questo modo la banca trasferisce al mercato il rischio di credito derivante dal prestito erogato. Chiaramente, può succedere che il debitore della banca fallisca. Di conseguenza, la banca non potrà più riscuotere le rate mensili e, quindi, non sarà più possibile pagare le cedole all'investitore che ha acquistato il titolo, titolo che aveva come attività sottostante proprio il credito, ormai inesigibile, che la banca aveva nei confronti dell'investitore originale.

Un "Classico esempio di cartolarizzazione è rappresentato da una banca che abbia fra le sue attività un certo numero di prestiti immobiliari; se la banca decide di cartolarizzare tali attività allora emetterà dei titoli, che hanno come garanzia quei mutui, che poi verranno venduti a investitori privati o istituzionali. Nella sostanza, la banca cede l'insieme dei suoi mutui ad una Società Veicolo (la *Special Purpose Vehicle*, brevemente SPV), istituita *ad hoc*, la quale emette delle obbligazioni (nel caso specifico dei mutui le *Mortgage Backed Securities*) che colloca presso gli investitori, e successivamente utilizza il ricavato della vendita delle obbligazioni per acquistare i mutui stessi. In tal modo il rischio viene trasferito ai sottoscrittori finali delle obbligazioni, in quanto il rimborso degli interessi che maturano e del capitale a scadenza collegato alle obbligazioni è strettamente dipendente dalla effettiva riscossione delle rate dei mutui stessi. I pagamenti destinati agli

poche società di *rating*, che oltretutto si parlavano troppo tra di loro. L'approccio era sbagliato fin dal principio: le società finanziarie chiamavano le agenzie e chiedevano: "Se io strutturo il mutuo con questi parametri, che *rating* mi assegnate?". Il sistema ha retto per un po'. Poi, al primo scossone, ha prodotto effetti devastanti". M. Anolli, in "Si può fare a meno del *rating*?", in "Il Giornale", maggio 2012.

investitori in titoli cartolarizzati dipendono esclusivamente dai flussi di cassa prodotti dai crediti ceduti⁵⁹.



<http://www.consob.it/web/investor-education/la-securitisation->

Dunque, fondamentale in queste operazioni di finanza strutturata è il merito di credito del debitore della banca.

Il problema, nella crisi finanziaria del 2008, è stato proprio questo. Alle banche non interessava, e quindi non hanno tenuto conto, della solvibilità del richiedente il prestito, avendo come obiettivo unicamente l'incasso derivante da tale operazione.

È il caso dei mutui *subprime*, i cui debitori non davano alcuna garanzia sulla capacità di rimborsare il prestito alle banche (che, come si è detto, non ne hanno tenuto conto). Infatti, "in un'epoca di liquidità in abbondanza e di valori immobiliari in costante crescita, le banche avevano cominciato a erogare in misura notevole mutui ipotecari, pari anche al 100% (e talvolta di più) del prezzo di acquisto, a soggetti privi di merito creditizio fidando, da un lato, nel continuo incremento dei valori degli immobili e, dall'altro, nella successiva cartolarizzazione dei relativi crediti (il c.d. *modello originate to distribute*). Le cartolarizzazioni avvenivano mediante acquisto dei mutui da parte di *special purpose vehicles* che si finanziavano sul mercato emettendo titoli i cui flussi finanziari erano collegati a quelli dei mutui acquistati: dal regolare pagamento delle rate di mutuo dipendevano il pagamento degli interessi e il rimborso del capitale ai sottoscrittori dei titoli. Il meccanismo, oltre al *bundling* di diverse attività sottostanti, prevedeva anche lo *slicing*, vale a dire la ripartizione delle emissioni in *tranches* gerarchicamente ordinate, ciascuna delle quali soggetta

⁵⁹ <http://www.consob.it/web/investor-education/la-securitisation->

in via successiva al rischio di *default* dei mutuatari in modo tale che le *tranches* privilegiate (*senior*) subivano perdite se, e solo se, le insolvenze sugli *underlying assets* erano di entità tale da non essere assorbite dalle *tranches* subordinate (*junior*)⁶⁰.

L'estensione della crisi al di fuori dei confini americani è stata dovuta al fatto che gli investitori in questione non erano soltanto soggetti privati, ma anche grandi istituzioni finanziarie ed assicurative⁶¹. La cartolarizzazione⁶² (*securitisation*) dei crediti rappresenta una delle più importanti operazioni di finanza strutturata⁶³.

⁶⁰ G. PRESTI, *op. cit.*, p. 259

⁶¹ Si tratta, di “Un meccanismo perverso, dunque, che incorpora una quantità sempre crescente di rischio (scaricato sui mercati finanziari e, in ultima analisi, sulla collettività) che, però, non si manifesta subito: in prima istanza sembra che tutti ci guadagnino. Il punto nodale è rappresentato proprio dai *ratings*. Tutto il meccanismo, infatti, si basa sui giudizi delle agenzie: è solo grazie a loro che i mutui di bassa qualità si trasformano in titoli di alto livello. E l'amara esperienza successiva dimostra che l'accuratezza dei giudizi delle agenzie scade di livello. La Commissione Levin nell'aprile 2011 accerterà che il 90% dei titoli strutturati con rating AAA emessi nel 2006 e 2007 è stato successivamente declassato a livello di *junk bonds*; nell'epoca precedente quella della finanza strutturata un titolo con *rating* AAA aveva meno dell'1% di probabilità di *default*. Nel gennaio 2011 la commissione Angelides, focalizzando la sua analisi su Moody's (ma la situazione non era diversa per le altre agenzie), riporta che questa agenzia nel 2006 aveva elargito trenta *rating* AAA per ogni giorno lavorativo a prodotti di finanza strutturata; successivamente l'83% di questi *rating* ha subito un *downgrade*, il 73% a livello di titoli spazzatura”.

G. PRESTI, *op. cit.*, p. 260.

⁶² La cartolarizzazione (*securitisation*) “è una tecnica finanziaria usata per attingere risorse finanziarie aggiuntive sempre più diffusa nel panorama economico finanziario. La sua diffusione come strumento per la raccolta di finanziamenti e come fonte alternativa di reddito è cresciuta notevolmente negli ultimi anni, tanto nel settore privato quanto in quello pubblico, divenendo una delle componenti principali del cosiddetto "sistema bancario ombra". Con riferimento alla crisi succitata, la cartolarizzazione ha consentito alle banche di alimentare il meccanismo di concessione dei mutui *subprime* "senza preoccupazioni”.

<http://www.consob.it/web/investor-education/la-securitisation->

In merito a questa tipologia di operazioni, va detto che “l'importanza della funzione di *rating* si individua, quindi, nella finalità di evitare che l'articolata struttura delle operazioni di cartolarizzazione ne renda opaca la lettura non solo agli investitori non professionali, ma anche a quelli che sono tali e che denotano comprovata esperienza e conoscenza dei mercati finanziari. Rileva in tal senso, il giudizio di *rating* orientati, talora a tener conto del fatto che, a fronte dei titoli oggetto di valutazione, si rinviene l'assunzione di uno specifico impegno da parte di altri soggetti (creditori o assicurativi) ed intervenire nei casi in cui gli *assets* cartolarizzati non generino un cash flow adeguato alle esigenze di solvibilità connesse all'operazione; donde la mancata riferibilità delle indicazioni (per tal via rappresentate) alle implicazioni di rischio sistematico che in siffatte situazioni è dato ipotizzare”.

F. CAPRIGLIONE, *I "prodotti" di un sistema finanziario evoluto. Quali regole per le banche? (Riflessioni a margine della crisi causata dai mutui sub-prime)*, in “Banca borsa tit. cred.”, 2008, p. 53.

⁶³ È interessante notare come il processo di cartolarizzazione consenta di “trasformare un pool di attività a basso *rating* in titoli con *rating* AAA. Poiché ad ogni *rating* è associata una perdita attesa che è inferiore al 100%, anche nel caso di un giudizio CCC, è teoricamente possibile estrarre da ogni titolo la parte non soggetta a *default* e trasformarla in un titolo AAA”.

G. FERRI, P. LACITIGNOLA, *op. cit.*, p. 76.

Per approfondimenti sul tema della finanza strutturata si veda G. FERRI, P. LACITIGNOLA, *op. cit.*, p. 105 e ss.

Tabella 2.1: *Mortgage Backed Securities Underwriters in 2007: A Very Concentrated Market*

Rank	Book Runner	Number of Offerings	Market Share	Proceed Amount + Overallotment Sold in US (\$mill)
1	Lehman Brothers	120	10.80%	\$100,109
2	Bear Stearns & Co., Inc.	128	9.90%	\$91,696
3	Morgan Stanley	92	8.20%	\$75,627
4	JP Morgan	95	7.90%	\$73,214
5	Credit Suisse	109	7.50%	\$69,503
6	Bank of America Securities LLC	101	6.80%	\$62,776
7	Deutsche Bank AG	85	6.20%	\$57,337
8	Royal Bank of Scotland Group	74	5.80%	\$53,352
9	Merrill Lynch	81	5.20%	\$48,407
10	Goldman Sachs & Co.	60	5.10%	\$47,696
11	Citigroup	95	5.00%	\$46,754
12	UBS	74	4.30%	\$39,832

Fonte: J.C. COFFEE JR., *RATINGS REFORM: THE GOOD, THE BAD AND THE UGLY*, in “*Harvard Business Law Review*”, 2011, p. 238.

Come ci mostra la tabella, i primi sei sottoscrittori controllano più del 50% del mercato dei *Mortgage Backed Securities*⁶⁴, mentre i primi 12 rappresentano più dell’80%. Dunque, il mercato dei *subprime mortgage securitizations* è altamente concentrato.

Infatti, “as structured financed issuances overtook corporate debt issuances (by around 2002), the nature of the CRAs’ clientele changed. When the CRAs principally rated corporated bonds, no one client accounted for more than 1% of their business (because even large corporations went to the bond market only intermittently). But as structured finance became the CRAs’ principal profit

⁶⁴ Si precisa che, “Tecnicamente, la cartolarizzazione del debito è un 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). A seconda del sottostante che viene cartolarizzato, si può parlare ad es. di titoli MBS (*mortgage backed securities*, il cui sottostante sono mutui), CDO (*collateralized debt obligation*, il cui sottostante sono titoli obbligazionari pubblici o privati), ABCP (*asset backed commercial paper*, il cui sottostante è rappresentato da crediti a brevissimo/breve termine)”.

<http://www.consob.it/web/investor-education/la-securitisation->

center, the rating agencies faced a limited number of large investment banks that brought deals to them on a continuing basis (and thus could threaten to take a substantial volume of business elsewhere, if dissatisfied)⁶⁵.

⁶⁵ J.C. COFFEE JR., *RATINGS REFORM: THE GOOD, THE BAD AND THE UGLY*, in “*Harvard Business Law Review*”, 2011, p. 237.

CAPITOLO III

EVOLUZIONE LEGISLATIVA IN MATERIA DI RATING

3.1 La regolamentazione statunitense

In virtù dei recenti sconvolgimenti che hanno interessato i mercati finanziari, le agenzie di *rating* sono state oggetto di attenzione da parte del regolatore. Infatti, in considerazione del ruolo che le stesse hanno avuto nella crisi finanziaria ed economica del 2008, i cui effetti sono ancora in corso, è venuto meno il previgente atteggiamento di favore circa la loro autoregolamentazione, avvertendo la necessità di definire un quadro regolamentare che disciplini la loro attività, che, per molti anni, è rimasta *legibus solutae*⁶⁶.

Prima della crisi del 29', a disciplinare il settore finanziario erano soltanto le forze di mercato; i giudizi espressi dalle agenzie di *rating* sull'affidabilità degli emittenti non avevano alcun valore legale.

Fu, dunque, solo in seguito alla Grande Depressione e successiva fase recessiva che gli Stati Uniti avvertirono l'esigenza di dare una disciplina regolamentare a dette agenzie. Nel 1931 l'*Office of the Comptroller of the Currency (OCC)*⁶⁷ impose alle banche di valutare le

⁶⁶ Gila e Miscali, con riguardo al processo normativo statunitense delle agenzie di *rating*, individuano tre fasi: "la prima fase viene storicamente collocata tra la metà dell'Ottocento e la metà degli anni Settanta del secolo scorso ed è caratterizzata sostanzialmente da una scarsissima attenzione legislativa e dalla totale autoregolamentazione del settore. La seconda fase, collocata tra la metà degli anni Settanta e la metà degli anni Novanta, si caratterizza per la sottoposizione più stringente alla vigilanza della Sec e al riconoscimento del valore economico-finanziario assegnato dalle agenzie. La terza fase che va dalla metà degli anni Novanta ai nostri giorni invece è contraddistinta dalla necessità di discipline speciali che riguardano sia l'attività che i soggetti"; in questa fase viene approvato, nel 2006, il Credit Rating Agency Reform Act (CRARA), che ha portato ad una "svolta epocale, modificando e integrando in diverse parti il Securities and Exchange Act del 1934, [che] per la prima volta regola in maniera sistematica l'attività di *rating* e assegna alla Sec significativi poteri di vigilanza", prevedendo inoltre "la definizione di *credit rating*, di *credit rating agency* e di Nrsro, una procedura di ottenimento della qualifica di Nrsro, una serie di obblighi informativi in capo alle Nrsro, nonché relativi poteri di vigilanza per la Sec". Successivamente, "con il dilagare della crisi economica la classe politica statunitense si trovò obbligata, nei confronti dell'intera opinione pubblica, ad analizzare e a trovare spiegazioni sulle cause che avevano rapidamente condotto gli Stati Uniti e l'intera economia mondiale sull'orlo della recessione (...). Il risultato di questa inchiesta fu lo spunto di riflessione da cui prese le mosse il legislatore americano per elaborare e varare la più grande modifica normativa del sistema finanziario statunitense dagli anni trenta: il Dodd-Frank-Act".

P. GILA, M. MISCALI, *op. cit.*, pp. 122, 133-134.

⁶⁷ Riguardo l'OCC, "The OCC charters, regulates, and supervises all national banks and federal savings associations as well as federal branches and agencies of foreign banks. The OCC is an independent bureau of the U.S. Department of the Treasury. To ensure that national banks and federal savings associations operate in a safe and sound manner, provide fair access to financial services, treat customers fairly, and comply with applicable laws and regulations."

<https://www.occ.treas.gov/about/what-we-do/mission/index-about.html>

Si tratta di "una agenzia federale del governo istituita con il *National Currency Act* nel 1863. La sua funzione è quella di regolare e vigilare tutte le banche nazionali e le filiali di banche estere presenti negli Stati Uniti. (...) L'OCC persegue i seguenti obiettivi:

obbligazioni che detenevano in portafoglio e che avessero un *rating* inferiore all'*investment grade* ai prezzi di mercato correnti. A questa misura, ne seguì una ancora più incisiva. Infatti, nel 1936, lo stesso ufficio del Dipartimento del Tesoro americano pose dei limiti alle scelte di investimento da parte delle banche, nello specifico limitò l'acquisto di obbligazioni che non fossero state valutate come *investment grade* da parte di almeno due agenzie di *rating*⁶⁸.

Ciò nonostante, non era stata messa a punto una vera e propria disciplina dell'attività di *rating*, ma erano soltanto stati posti dei limiti all'attività delle banche, in quanto ritenute in parte responsabili della crisi in corso al tempo. Solo nel 1973 i *rating* attribuiti dalle agenzie iniziarono ad essere inclusi in normative relative ai settori bancario, assicurativo, pensionistico e dei mercati mobiliari ed immobiliari.

-
- promuovere la concorrenza nel settore bancario;
 - migliorare l'efficienza e l'efficacia della vigilanza bancaria attraverso la riduzione del carico regolamentare;
 - assicurare a tutti i cittadini un accesso giusto ed equo ai servizi finanziari;
 - applicare la normativa anti-riciclaggio e di contrasto al finanziamento del terrorismo chesi applicano alle banche vigilate e alle filiali di banche estere operanti negli Stati Uniti;
 - investigare e perseguire comportamenti illeciti condotti da persone collegate a banche vigilate, incluso funzionari, direttori, impiegati, avvocati, contabili che prestano o hanno prestato servizio per conto di una banca vigilata o di una sua affiliata”.
 - *Wikipedia*.

⁶⁸ Dunque, “The first formal rule incorporating ratings was enacted in 1931. The United States Treasury Department, through the Comptroller of the Currency, adopted credit ratings as proper measures of the quality of the national banks’ bond accounts. Specifically, the Comptroller ruled that bonds rated BBB (or an equivalent rating) or higher could be carried at cost, but bonds with lower ratings (including defaulted bonds) required fractional write-offs. (...). Paragraph 7 of Section 5136 of the Revised Statutes of the U.S., as amended by Section 308 of the Banking Act of 1935, provided that national banks could purchase only securities that fit the definition of “investment securities” as prescribed by the Comptroller of the Currency. Similarly, Section 9 of the Federal Reserve Act provided that state member banks were subject to the same limitations. On February 15, 1936, the Comptroller issued the following ruling: By virtue of the authority vested in the Comptroller of the Currency by . . . Paragraph Seventh of Section 5136 of the Revised Statutes, the following regulation is promulgated as to further limitations and restrictions on the purchase and sale of investment securities for the bank’s own account, supplemental to the specific limitations and restrictions of the statute...(3) The purchase of ‘investment securities’ in which the investment characteristics are distinctly and predominantly speculative, or ‘investment securities’ of a lower designated standard than those which are distinctly and predominantly speculative is prohibited. (...) The ruling had explosive effect, and the next few weeks generated flurries of protests from the banking community, and much confusion. Protests included arguments that the ruling was unfair to medium-sized and smaller companies because it placed a premium on size rather than merit, and that the ruling would lull banks into a false sense of security that they could safely buy and hold a bond, based on its credit rating, even though such ratings were based solely on past performance and were not necessarily accurate predictors of future performance. Even the Comptroller seemed to recognize the potentially perverse effects of the ruling. Prior to the Comptroller’s ruling, many banks invested in bonds rated lower than BBB. The ruling therefore eliminated a large part of the market for bonds rated below BBB, and increased the spread between the value of BBB-rated and BB-rated bonds. Prior to the ruling, rating agencies had not rated bonds until after they were issued. The ruling created incentives for bond issuers to obtain a rating before the bonds were issued. Bond issuers were forced to look to rating agencies as sources of authority concerning their bond issues, regardless of what information the rating agencies actually generated. Not surprisingly, ratings became much more common during the following years”.

F. PARTNOY, *THE SISKEL AND EBERT OF FINANCIAL MARKETS?: TWO THUMBS DOWN FOR THE CREDIT RATING AGENCIES*, in “*Washington University Law Quarterly*”, 1999, pp. 687-688-689.

Un cambiamento importante si ebbe nel 1975, quando, con la *Securities and Exchange Commission* (SEC)⁶⁹, l'autorità di vigilanza sui mercati finanziari (corrisponde all'italiana Consob), vennero introdotti nella regolamentazione del mercato finanziario riferimenti regolamentari al *rating*, proponendo con la *Rule a/jf15c3-1* (c.d. *Net Capital Rule*) di stabilire per i *securities brokers-dealers* (i.e., le imprese di investimento) dei requisiti minimi di capitale, legati al merito di credito dei titoli che questi detenevano in portafoglio⁷⁰. Dunque, l'utilizzo del *rating* tende ad essere più pervasivo. In particolare, questi non è più limitato a singoli specifici aspetti; piuttosto, da un *rating* positivo, ovvero dal conseguimento di un *investment grade*, vengono fatti dipendere una serie di conseguenze normative volte ad incidere sulla disciplina di obbligazioni, emittenti e intermediari finanziari.

Un secondo cambiamento significativo si ebbe con l'introduzione da parte della SEC della categoria delle *Nationally Recognized Statistical Rating Organizations* (NRSROs)⁷¹, che

⁶⁹ "The laws and rules that govern the securities industry in the United States derive from a simple and straightforward concept: all investors, whether large institutions or private individuals, should have access to certain basic facts about an investment prior to buying it, and so long as they hold it. To achieve this, the SEC requires public companies to disclose meaningful financial and other information to the public. This provides a common pool of knowledge for all investors to use to judge for themselves whether to buy, sell, or hold a particular security. Only through the steady flow of timely, comprehensive, and accurate information investment decisions".

<https://www.sec.gov/Article/whatwedo.html>

⁷⁰ "Rule 15c3-1 requires broker-dealers, when computing net capital to deduct from net worth certain percentages of the market value of their proprietary securities positions. Broker-dealers' proprietary positions in commercial paper, nonconvertible debt securities and nonconvertible preferred stock are accorded preferential treatment under the net capital rule, in form of reduced haircuts if the instruments are rated investment grade by at least two NRSROs".

SEC, *Concept Release Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*, 31 August 1994. Con riguardo a detta norma, "The Securities and Exchange Commission's (SEC) 1 uniform net capital rule (15c3-1) and customer protection rule (15c3-3) form the foundation of the securities industry's financial responsibility framework. The net capital rule focuses on liquidity and is designed to protect securities customers, counterparties, and creditors by requiring that broker-dealers have sufficient liquid resources on hand at all times to satisfy claims promptly. Rule 15c3-3, or the customer protection rule, which complements rule 15c3-1, is designed to ensure that customer property (securities and funds) in the custody of broker-dealers is adequately safeguarded. By law, both of these rules apply to the activities of registered broker-dealers, but not to unregistered affiliates. SEC amended the net capital rule (Rule 15c3-1) in 1975 to establish uniform net capital standards for brokers and dealers' registered with SEC under Section 15(b) of the Securities Exchange Act of 1934 (Exchange Act). With few exceptions, all broker-dealers registered with SEC must comply with this liquidity standard".

https://www.sec.gov/about/offices/oia/oia_market/key_rules.pdf.

⁷¹ Nello specifico, "A nationally recognized statistical rating organization (NRSRO) is a credit rating agency (CRA) that issues credit ratings that the U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) permits other financial firms to use for certain regulatory purposes. Originally, seven rating agencies were recognized as NRSROs, a number that dwindled as a result of mergers to six by the mid-1990s and then to three by 2003. As of March 2015, ten organizations were designated as NRSROs. Ratings by NRSROs are used for a variety of regulatory purposes in the United States. In addition to net capital requirements (described in more detail below), the SEC permits certain bond issuers to use a shorter prospectus form when issuing bonds if the issuer is older, has issued bonds before, and has a credit rating above a certain level. SEC regulations also require that money market funds (mutual funds that mimic the safety and liquidity of a bank savings deposit, but without U.S. Federal Deposit Insurance Corporation insurance) comprise only securities with a very high rating from an NRSRO. Likewise, insurance regulators use credit ratings from NRSROs to ascertain the strength of the reserves held by insurance companies".

includeva soltanto le agenzie i cui *rating* potevano essere oggetto delle prescrizioni regolamentari⁷².

Tuttavia, nella normativa, non venivano specificati i requisiti che le agenzie di *rating* avrebbero dovuto avere per poter rientrare nella categoria delle NRSROs⁷³. Tale riconoscimento avveniva semplicemente su richiesta dell'agenzia e attraverso l'invio, alla stessa agenzia, da parte della SEC, di una *no-action letter*⁷⁴, con la quale veniva comunicato che la *Division of Market*

Wikipedia.

"The term "NRSRO" was originally adopted by the Commission in 1975 solely for use in determining capital charges on different grades of debt securities under Exchange Act Rule 15c3-1, the Commission's "net capital rule." The use of this term enabled the Commission to distinguish between investment grade and non-investment grade paper in a reasonably objective fashion. The net capital rule requires broker-dealers, when computing net capital, to deduct from their net worth certain percentages of the market value of their proprietary securities positions. These deductions, often referred to as "haircuts," are intended to provide a margin of safety against losses that might be incurred by broker-dealers as a result of market fluctuations in the prices of, or lack of liquidity in, their proprietary positions. The Commission determined that it was appropriate to apply a lower haircut to securities held by a broker-dealer that were rated "investment grade" by a credit rating agency of national repute, because those securities typically were more liquid and less volatile in price than securities that were not so highly rated. (...) In 1975, when NRSRO ratings first were incorporated in the net capital rule, the Commission staff determined that the ratings of S&P, Moody's, and Fitch were used nationally, and that the staff would raise no questions if these firms were utilized as NRSROs for purposes of the net capital rule".

[://www.sec.gov/rules/proposed/33-8570.pdf](https://www.sec.gov/rules/proposed/33-8570.pdf)

⁷² Invero, per un lungo periodo di tempo, sono state le sole tre principali agenzie di *rating* (Moody's, Standard&Poor's e Fitch) a rientrare nella categoria delle NRSRO. "Infatti, sin dal 1975, la SEC ha designato come NRSRO solo poche agenzie: Moody's, S&P's e Fitch nel 1975, Duff & Phelps nel 1982, MCM nel 1983, IBCA nel 1991 e Thomson BankWatch nel 1992 solo per l'emissione di *rating* relativi a banche e istituzioni finanziarie. [...] Si è dovuto attendere il 2003 perché la lista delle NRSRO avesse nuovi ingressi, la cui numerosità è cresciuta solo dal 2007[...]"

G. FERRI, P. LACITIGNOLA, *op. cit.*, p. 159.

⁷³ Dunque, "non essendo formalmente prevista alcuna particolareggiata disciplina concernente i requisiti necessari all'ottenimento di tale qualifica e gli accertamenti relativi al loro effettivo possesso, tale procedura si dimostrava nei fatti marcatamente discrezionale e poco trasparente".

F. PARMEGGIANI, *La regolazione delle agenzie di rating tra tentativi incompiuti e prospettive future*, in "Giur. comm.", n.1, 2010, p.121.

Al riguardo, "è ampiamente dibattuto il ruolo della SEC nella limitazione della concorrenza nel mercato del *rating*. Tanto più che la procedura e i requisiti per il riconoscimento dello *status* NRSRO non sono del tutto chiari e danno adito a una serie di dubbi. A tutt'oggi non esiste un regolamento che statuisce i requisiti per l'ottenimento del riconoscimento NRSRO, tuttavia la SEC obietta che i requisiti sostanziali per l'ottenimento del riconoscimento, sebbene non formalmente pubblicati, sono desumibili dalle proposte di regolamentazione e sono ampiamente conosciuti".

G. FERRI, P. LACITIGNOLA, *op. cit.*, p. 159-160.

⁷⁴ "An individual or entity who is not certain whether a particular product, service, or action would constitute a violation of the federal securities law may request a "no-action" letter from the SEC staff. Most no-action letters describe the request, analyze the particular facts and circumstances involved, discuss applicable laws and rules, and, if the staff grants the request for no action, concludes that the SEC staff would not recommend that the Commission take enforcement action against the requester based on the facts and representations described in the individual's or entity's request. The SEC staff sometimes responds in the form of an interpretive letter to requests for clarifications of certain rules and regulations.

The no-action relief is provided to the requester based on the specific facts and circumstances set forth in the request. In some cases, the SEC staff may permit parties other than the requestor to rely on the no-action relief to the extent that the third party's facts and circumstances are substantially similar to those described in the underlying request. In addition, the SEC staff reserves the right to change the positions reflected in prior no-action letters".

<https://www.sec.gov>

Regulation della SEC non avrebbe intrapreso alcuna azione contro i broker-dealer che si fossero serviti del *rating* emesso da detta agenzia⁷⁵.

La mancanza di trasparenza nella definizione dei criteri utilizzati per attribuire lo *status* di NRSRO alle agenzie di *rating* ha sollevato numerose critiche, con particolare riferimento ad un innalzamento delle barriere all'entrata⁷⁶ e una riduzione della competitività nei mercati finanziari, a cui avrebbe portato l'istituzione delle NRSRO⁷⁷. In virtù di quanto detto, "Il *rating*, quindi, sorto esclusivamente sul piano privatistico per fornire un supporto informativo ai potenziali investitori, assume – come frutto del suo successo e dell'affidabilità che le agenzie si erano conquistate sul campo – anche una valenza pubblicistica: una sorta di "euristica" usata dalle Autorità di vigilanza per svolgere le loro funzioni in un settore sempre più complesso. Da qui regole che spaziano dal quantificare il patrimonio di vigilanza richiesto a seconda del *rating* delle singole attività detenute dagli intermediari fino a norme che addirittura vietano a certi intermediari di acquisire titoli con *rating* inferiore a una determinata soglia"⁷⁸. Successivamente, la SEC, così come altre autorità, aumentarono i riferimenti normativi ai *rating* emessi dalle agenzie facenti parte delle NRSRO. Ciò nonostante, continuava a non esserci una definizione normativa di questi soggetti e una definizione formale dei requisiti richiesti per far rientrare gli stessi nella categoria delle NRSRO. È solo a partire dal 1994 che la SEC iniziò a rendersi conto della necessità di sottoporre le NRSRO ad una serie di norme di autorizzazione e supervisione, ad opera della stessa Commissione.

⁷⁵ È interessante notare come "the SEC never officially defined the term "NRSRO", nor did it establish formal criteria governing admission to the NRSRO club. Instead, the SEC's staff used a vaguer and ultimately question-begging test that looked to whether an applicant was "nationally recognized" by the professional users of ratings in the United States as an issuer of credible and reliable ratings".

J. C. COFFEE JR., *op. cit.*, p. 274.

⁷⁶ Si osserva come, "Oltre alle barriere di tipo regolamentare, esistono altri tipi di barriere all'entrata da parte di altre agenzie di *rating*: (i) la necessità di avere a disposizione un adeguato bagaglio di informazioni sugli emittenti, il quale richiede tempo ed investimenti per l'acquisizione ed il consolidamento (ii) l'acquisizione della credibilità da parte dei nuovi entranti, in un mercato dove l'esperienza conta; (iii) il risparmio di costo per gli emittenti derivanti dal dover trattare con poche agenzie di *rating*; (iv) i limiti cognitivi degli investitori, incluso il non volere spendere risorse nel comparare ed interpretare *rating* emessi da diverse agenzie; (v) gli ostacoli regolamentari in USA, Europa e Giappone laddove un limitato numero di agenzie di *rating* sono ufficialmente riconosciute come "credit assessment institutions" e (vi) le economie di scala nell'acquisizione delle informazioni".

G. FERRI, P. LACITIGNOLA, *op. cit.*, p. 5.

⁷⁷ Sul punto si osserva che: "alla naturale barriera all'entrata derivante dalla difficoltà di crearsi una reputazione, si aggiungevano infatti quelle ulteriori derivanti dal comportamento discrezionale della SEC che, per un lungo periodo di tempo, forse preoccupata dall'ingresso di *incumbents* non sufficientemente affidabili, forse per ragioni protezionistiche, in ogni caso in mancanza di un preciso referente normativo, ha ristretto l'area delle NRSRO tanto da far parlare di un *government-sponsored cartel*".

G. PRESTI, *Le agenzie di rating: dalla protezione alla regolazione*, in "Jus: Rivista di scienze giuridiche", 2009, p. 73.

⁷⁸ G. PRESTI, *op. cit.*, pp. 255-256.

Fu, dunque, nel 1997 che la SEC inserì nella *Net Capital Rule* la definizione di NRSRO, formalizzando, così, i requisiti necessari per poter rientrare nella categoria⁷⁹. Ricordando che il *Securities Exchange Act* (SEA), che fu emanato il 6 giugno 1934, è la legge con cui il Congresso degli Stati Uniti ha istituito la SEC, sono due le leggi che, negli anni successivi, hanno innovato questo documento normativo. La prima è quella risalente al settembre 2006. In questa data venne emanato il *Credit Rating Agencies Reform Act* (CRARA), recante la seguente intitolazione: “An Act To improve ratings quality for the protection of investors and in the public interest by fostering accountability, transparency, and competition in the credit rating agency industry”⁸⁰. Questo documento definisce per la prima volta una disciplina dell’attività delle agenzie di *rating* e, al contempo, attribuisce alla SEC poteri di vigilanza e definizione di norme di natura secondaria. Dunque, la legge di riforma del 2006, da un lato introduceva un processo di registrazione, fondato su requisiti oggettivi, per ottenere la qualifica di NRSRO, attribuendo alla SEC poteri di vigilanza sulle agenzie registrate nella categoria; dall’altro, definiva delle regole per prevenire possibili abusi nell’esercizio dell’attività di attribuzione del *rating*.

In sostanza, rientravano nelle NRSRO le agenzie di *rating* registrate alla SEC, in conformità a quanto disposto dal CRARA, e che già operavano, da almeno tre anni ed in modo continuativo, nel mercato del *rating*. Le agenzie erano libere di decidere se richiedere o meno la registrazione alla SEC (non sussisteva un obbligo in tal senso), ma in caso di registrazione queste dovevano attenersi a tutta una serie di adempimenti e di obblighi normativi (per esempio gli obblighi riguardanti la trasparenza)⁸¹. In virtù di questi obblighi, i *rating* emessi da agenzie registrate come NRSRO potevano essere utilizzati per fini regolamentari.

⁷⁹ Nello specifico, “In determining whether to recognize a rating organization as an NRSRO, the proposed amendments provided that the Commission would consider five specific attributes of the applicant, which are substantially similar to those reviewed by the staff as part of the no-action letter process. Specifically, the Commission would consider: (1) national recognition (i.e., whether the rating organization is recognized as an issuer of credible and reliable ratings by the predominant users of securities ratings in the United States); (2) adequate staffing, financial resources, and organizational structure to ensure that it can issue credible and reliable ratings of the debt of issuers (including the ability to operate independently of economic pressures or control by companies it rates and a sufficient number of staff members qualified in terms of education and experience to thoroughly and competently evaluate an issuer's credit); (3) use of systematic rating procedures that are designed to ensure credible and accurate ratings; (4) extent of contacts with the management of issuers (including access to senior level management of the issuers); and (5) internal procedures to prevent misuse of nonpublic information and compliance with these procedures”.

SEC, *Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets, As Required by Section 702(b) of the Sarbanes-Oxley Act of 2002*, 2003, p. 13.

⁸⁰ PARMEGGIANI offre un’analisi accurata del contenuto del CRARA in: *La regolazione delle agenzie di rating tra tentativi incompiuti e prospettive future*, in “*Giur. comm.*”, 2010, I, p. 125 ss.

⁸¹ A riguardo, “Il contenuto del CRAR, e della relativa normativa di attuazione, fu piuttosto eterogeneo ed innovativo. In *primis*, è da rilevare che per la prima volta viene data una definizione di *credit rating*, di *credit rating agency* (CRA) nonché di NRSRO. Viene disciplinato, poi, il procedimento di elaborazione del giudizio (predeterminato nei tempi e basato su requisiti oggettivi in virtù dei quali le agenzie possono ottenere questo *status* e vengono previsti, infine, tutta una serie di obblighi informativi a carico delle stesse, che devono essere assolti al

In particolare, la riforma era volta a proteggere gli investitori e l'interesse pubblico e ad accrescere la responsabilità delle agenzie, la trasparenza e la concorrenza nel settore del *rating*. Allo stesso tempo, però, l'indipendenza delle agenzie veniva garantita sotto il profilo delle procedure e metodologie utilizzate per l'assegnazione del *rating*.

La prima attuazione di detta riforma si compie nel 2007, ai primordi della crisi dei mutui *subprime*. È proprio con lo scoppio della crisi che iniziano a manifestarsi le lacune del CRARA, con particolare riferimento all'indipendenza lasciata alle agenzie nel definire le procedure e le modalità di attribuzione del *rating*, sulle quali era stato fatto obbligo alla SEC e alle altre autorità pubbliche di non intervenire in nessun modo. In conseguenza di ciò, nel 2010 venne approvata ed entrò in vigore la seconda legge di riforma del *Securities Exchange Act* del 1934: *il Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*⁸². Si tratta della legge di

momento della richiesta di registrazione). Una volta ottenuta la registrazione, e dunque ottenuta la qualifica di NRSRO, l'agenzia è sottoposta ai poteri di vigilanza della SEC alla quale, periodicamente, devono essere trasmesse una serie di ulteriori informazioni. Le agenzie registrate devono adottare procedure opportune per prevenire gli abusi di informazioni non pubbliche e per prevenire i conflitti di interesse. Su entrambi gli aspetti la SEC ha il potere di prescrivere specifiche *policies* e procedure di gestione, nonché una lista nera di conflitti che, al contrario, implicano un divieto di svolgere valutazioni di credito su un determinato emittente. Il CRARA, inoltre, proibisce espressamente determinate condotte qualificate come *unfair, coercive or abusive*. Tra le innovazioni più evidenti, tuttavia, vi è senza ombra di dubbio l'attribuzione alla SEC del potere esclusivo di sanzionare le agenzie per violazioni della nuova legge”.

A. CASTALDO, L. PALLA, *op. cit.*, p. 73-74.

Il *Securities and Exchange Act* del 1934 è stato emendato dal CRARA, che ha introdotto la nuova Sezione 15E, riguardante la designazione delle NRSRO da parte della SEC. Dunque, la procedura di registrazione a cui devono sottoporsi le agenzie che vogliono operare in qualità di NRSRO è disciplinata dalla nuova Sezione 15E del *Securities Exchange Act* del 1934. In particolare, “An application for registration under this section shall contain information regarding

- (i) credit ratings performance measurement statistics over short-term, mid-term, and long-term periods (as applicable) of the applicant;
- (ii) the procedures and methodologies that the applicant uses in determining credit ratings;
- (iii) policies or procedures adopted and implemented by the applicant to prevent the misuse, in violation of this title (or the rules and regulations hereunder), of material, nonpublic information;
- (iv) the organizational structure of the applicant;
- (v) whether or not the applicant has in effect a code of ethics, and if not, the reasons therefor;
- (vi) any conflict of interest relating to the issuance of credit ratings by the applicant;
- (vii) the categories described in any of clauses (i) through (v) of section 3(a)(62)(B) with respect to which the applicant intends to apply for registration under this section;
- (viii) on a confidential basis, a list of the 20 largest issuers and subscribers that use the credit rating services of the applicant, by amount of net revenues received therefrom in the fiscal year immediately preceding the date of submission of the application;
- (ix) on a confidential basis, as to each applicable category of obligor described in any of clauses (i) through (v) of section 3(a)(62)(B), written certifications described in subparagraph (C), except as provided in subparagraph (D); and
- (x) any other information and documents concerning the applicant and any person associated with such applicant as the Commission, by rule, may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors”.

<https://www.sec.gov/ocr/sea34-15e.pdf>

⁸² È da notare come “La legislazione USA ha un aspetto, almeno apparentemente, schizofrenico. Il CRARA, nella versione originaria del 2006 e poi in quella modificata nel 2010, disciplina attentamente l'attività delle agenzie sottoponendole al controllo della SEC; nel contempo la *Section 939* del *Dodd Frank Act* è dedicata alla *Removal of statutory references to credit ratings* dei quali si dispone la sostituzione con un generico rinvio alla *creditworthiness*; e la *Section 939A* obbliga ogni agenzia federale a rimuovere dalla sua regolamentazione, nel termine di un anno, ogni riferimento ai credit ratings. Può quindi sembrare contraddittorio che si intenda disciplinare ciò a cui si ritiene di dover togliere subito ogni valore regolamentare (sul punto v. Parmeggiani e Sacco

riforma della finanza americana fortemente voluta dall'amministrazione Obama. Diversi sono gli obiettivi perseguiti dalla nuova legge e le modifiche apportate alla precedente. Un primo obiettivo è quello di rafforzare la vigilanza sulle agenzie di *rating*, attraverso la costituzione, all'interno della SEC, di un nuovo ufficio, l'*Office of Credit Ratings*, che ha, appunto, il compito di controllare il rispetto da parte delle agenzie rientranti nella categoria delle NRSRO della regolamentazione SEC, ma, soprattutto, che effettua verifiche annuali sulle singole agenzie di *rating* registrate. In secondo luogo, vengono specificati ed estesi i poteri sanzionatori in capo alla SEC che, oltre a quelli già esistenti di censura, limitazione e sospensione dell'attività delle NRSRO (ed, eventualmente, anche di revoca della registrazione di tali agenzie), può adottare gli stessi provvedimenti sanzionatori anche nei confronti di componenti del personale o della dirigenza che siano venuti meno ai loro doveri. Importante è, poi, la previsione secondo cui la SEC ha il potere di sospendere o revocare la registrazione anche nei confronti di una determinata classe o sottoclasse di strumenti finanziari, qualora venga accertato che la NRSRO non è in grado di assicurare l'integrità e adeguatezza del processo di emissione del *rating* rispetto a tale classe o sottoclasse. Altro obiettivo è quello di accrescere la qualità del *rating* e consentire di poter valutare l'attività delle agenzie. A tal fine, la pubblicazione iniziale di ogni *rating* deve essere accompagnata da una serie di informazioni. Tali obblighi di trasparenza assumono rilevanza proprio in virtù della crisi della finanza strutturata e delle criticità manifestatesi con la stessa. In particolare, le agenzie devono rendere noti i presupposti su cui si basano i processi e le metodologie seguite per l'attribuzione del *rating*, nonché i dati utilizzati per la definizione del giudizio, rendendo note le assunzioni circa i profili di correlazione dei rischi di insolvenza tra le attività sottostanti i prodotti di finanza strutturata che sono oggetto di valutazione, oltre che i livelli di affidabilità del giudizio, in relazione all'attendibilità e accuratezza dei dati utilizzati per la valutazione. Inoltre, affinché il mercato possa avere una corretta percezione del valore informativo del *rating*, le agenzie devono indicare quali sono le tipologie di rischio di cui non tengono conto nella valutazione.

Un'importante novità apportata con questa legge è la previsione secondo cui le agenzie di *rating* sono tenute ad accompagnare la pubblicazione di ogni *rating* con uno *stress test*⁸³ sullo stesso.

Ginevri, 2012). Tuttavia, il termine di un anno è passato, molte delle *references* sono rimaste e ancora non si sa sulla base di cosa valutare la *creditworthiness*; e allora l'apparente schizofrenia forse può spiegarsi con la preveggenza che l'eliminazione del valore regolamentare del *rating* potesse avere l'efficacia delle grida di manzoniana memoria o, quanto meno richiedesse molto tempo per l'effettiva attuazione, e che quindi fosse comunque necessaria una regolamentazione".

G. PRESTI, *op. cit.*, pp. 276-277.

⁸³ In particolare, "Gli *stress test* sono degli studi condotti da un'autorità bancaria interstatale che servono ad accertare la solidità di un istituto di credito. Questo tipo di valutazioni, in cui vengono simulati diversi scenari economici e finanziari, si svolgono in due fasi. In una prima fase viene valutato lo stato di salute di una banca in condizioni ordinarie, mentre in una seconda fase vengono valutate le prestazioni della stessa banca in condizioni negative o critiche. Attraverso gli *stress test* si cerca di stabilire quanto capitale sia a disposizione della banca, nel caso in cui si verifichi la necessità di dover assorbire perdite improvvise determinate da una crisi economica. Tra

Maggiore attenzione, rispetto alla prima legge di riforma, è stata data al problema del conflitto di interessi; sono prese in considerazione le situazioni di conflitto che possono sorgere nel caso in cui membri del personale delle agenzie passino alle dipendenze degli emittenti valutati, o viceversa. Riguardo la *governance* delle agenzie, viene imposta la costituzione di una struttura di controllo interno cui è attribuito il compito di vigilare sull'implementazione delle politiche, sulle procedure e sulle metodologie utilizzate dalle agenzie nella valutazione.

Tra gli aspetti innovativi della legge sicuramente due sono quelli che rilevano maggiormente: “i) innanzitutto, l’affermazione di responsabilità (*liability*) in capo alle agenzie di *rating* del credito. In particolare, la *Sec. 939G* ha abrogato la *SEC Rule 436(g)*, che stabiliva che le NRSRO non rientravano tra i soggetti che possono essere ritenuti responsabili ai sensi della *Section 11* del *Securities Act* del 1933 per la veridicità e la completezza delle informazioni contenute nei *registration statements* che precedono le offerte al pubblico di strumenti finanziari. In seguito all’abrogazione della *Rule 436(g)*, pertanto, le NRSRO possono essere chiamate a rispondere quali “esperti” ai sensi della *Section 11* del *Securities Act* del 1933 per dichiarazioni false o fuorvianti, nel caso in cui i loro *rating* siano inseriti in un *registration statement*; ii) in secondo luogo, la rimozione dei riferimenti ai *rating* contenuti in una serie di atti normativi. L’intento è quello di rimuovere il valore regolamentare del *rating*, al fine di depotenziare il ruolo delle agenzie di *rating* del credito. L’innovazione legislativa, certamente apprezzabile, non risolve tutti i problemi posti dall’attività di *rating* del credito e incontra difficoltà nella sua applicazione”⁸⁴.

3.2 La regolamentazione europea

A livello europeo, “L’opzione per strumenti di *self-regulation* non è stata inizialmente messa in discussione neppure dalla IOSCO né dal CESR⁸⁵ in quanto la regolazione delle agenzie di *rating* dipendeva dall’adozione di un codice di condotta volontario sul modello di quello elaborato dalla stessa IOSCO nel 2004. Prima della crisi, gli stessi regolatori europei, invece di

le condizioni ipotizzate c’è un calo del Pil nel biennio 2016/2018, un peggioramento del *rating* dei titoli di stato e dei prezzi degli immobili residenziali e commerciali. Gli *stress test* si fanno in Europa dal 2009 e questo appuntamento è il quinto per le banche europee. Sono stati introdotti dopo la crisi finanziaria del 2008 per ristabilire la fiducia degli investitori negli istituti di credito”.

<https://www.internazionale.it/notizie/2016/07/28/stress-test-banche-italia>

⁸⁴ E. DEPETRIS, *op. cit.*, pp. 141-142-143.

⁸⁵ Si ricorda che “Il Committee of European Securities Regulators (CESR) è stato istituito nel giugno 2001 ed è composto dai rappresentanti delle autorità di regolamentazione dei mercati dei titoli. Oltre a svolgere una funzione consultiva nei confronti della Commissione Europea, in particolare per la predisposizione della disciplina di attuazione di direttive e regolamenti relativi ai mercati finanziari, il CESR assicura il coordinamento delle autorità nazionali nell’attuazione della disciplina comunitaria all’interno dei singoli Stati”.

Borsa italiana, *glossario*.

assumere il compito di verificare in via diretta l'applicazione del Codice IOSCO, richiedevano alle agenzie di *rating* di pubblicizzare se e come si fossero adeguate ai principi in esso contenuti e di spiegare ogni eventuale scostamento, utilizzando il noto approccio '*comply or explain*'⁸⁶. Peraltro in mancanza di meccanismi che consentissero di verificare il grado effettivo di trasparenza delle procedure e delle metodologie usate per la definizione del *rating*, gli attori del mercato non erano in grado di stabilire il livello di *accountability* delle agenzie"⁸⁷.

In seguito allo scandalo Enron, anche le istituzioni europee iniziarono a preoccuparsi di definire delle norme in materia di *rating*. In particolare, nella riunione informale dei ministri Ecofin ad Oviedo, il 13 aprile 2002⁸⁸, la Commissione europea viene sollecitata ad intervenire sul tema delle agenzie di *rating*⁸⁹. In considerazione dell'importanza sempre maggiore che le agenzie e i *rating* dalle stesse emessi hanno acquisito nell'ambito dei mercati finanziari, e, al contempo, delle lacune presenti nell'attività di attribuzione del *rating*, manifestatesi con alcune gravi crisi (quali quelle di Enron e Parmalat), il 29 gennaio 2004, il Parlamento Europeo ha pubblicato la Relazione sul ruolo e i metodi delle agenzie di *rating*, avviando il dibattito circa la necessità di regolamentare la loro attività⁹⁰. Sicuramente, come emerge dall'analisi fin qui svolta, "Per gli emittenti, gli investitori e le autorità di autoregolamentazione è estremamente utile la valutazione sull'affidabilità finanziaria dei debitori che viene fatta dalle agenzie, le quali provvedono così a ridurre le asimmetrie informative tra gli operatori del mercato e rafforzano

⁸⁶ Secondo il principio del c.d. "*comply or explain*" (conformarsi o spiegare) ci si aspetta che le società di *rating* si adeguino a quanto disposto dal Codice IOSCO, ma nel caso in cui ciò non avvenga le società sono tenute a fornire spiegazioni.

⁸⁷ L. AMMANNATI, *Il 'valore' del rating nelle regolazioni pubbliche: Regolare il mercato del rating o superare il rating?*, in "*Rivista della Regolazione dei mercati*", fascicolo 2, 2014, p. 33.

⁸⁸ La Relazione della Commissione al Consiglio e al Parlamento europeo, del 3 giugno 2002, ai punti 3, 4 e 7, riporta che: "il primo obiettivo strategico del piano d'azione è l'instaurazione di un quadro giuridico comune per mercati integrati dei valori mobiliari e dei derivati. L'integrità finanziaria è la pietra angolare di questo obiettivo. Il caso Enron ha indotto la Commissione ad esaminare fino a che punto il piano d'azione affronti già i nodi delle questioni di regolamentazione evidenziate dal caso e se siano necessarie nuove iniziative. Un documento di lavoro dei servizi della Commissione è stato presentato alla riunione Ecofin informale di Oviedo ed ha ricevuto una buona accoglienza dai ministri. Il documento illustra una strategia globale e coerente per contribuire ad evitare un simile collasso nell'UE. Esso si concentra su cinque aree: l'informazione finanziaria, la revisione legale, il governo societario, la trasparenza del sistema finanziario internazionale, gli analisti finanziari e le agenzie di *rating* del credito".

⁸⁹ In realtà, "il primo provvedimento che ha dato rilevanza al giudizio delle agenzie è stata la legge n. 130/1999 (Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti). Infatti la legge prevede che, nel caso in cui i titoli oggetto delle operazioni di cartolarizzazione siano offerti ad investitori non professionali, l'operazione debba essere sottoposta alla "valutazione del merito di credito da parte di operatori terzi" (art. 2, comma 4)".

L. AMMANNATI, *op. cit.*, p. 30.

⁹⁰ Si va verso una "regolazione [che] non è più soltanto dominio esclusivo dei soggetti pubblici ma ingloba un numero crescente di soggetti privati o ibridi, di "*non-state actors*". Inoltre, consapevoli dei limiti delle strategie di *command and control* nell'era della globalizzazione, le stesse istituzioni pubbliche hanno riconosciuto un potente ruolo alle agenzie di *rating* nei meccanismi di *governance* dei mercati finanziari utilizzando informazioni, indicatori, standard messi a punto da queste stesse. In prima approssimazione è il caso di ricordare che il coinvolgimento di attori privati nei meccanismi di *governance*, come il riconoscimento da parte dello stato di regole di origine privata e di fonti di regolazione oltre lo stato, e la presenza di soggetti non-statali nei sistemi di regolazione e nella *governance* ha segnato in particolare i mercati finanziari. E che quindi i regolatori hanno fatto crescente affidamento sugli attori privati presenti sui mercati e sulle loro conoscenze".

L. AMMANNATI, *op. cit.*, p. 25.

la sensazione di maggiore certezza relativamente al rimborso del debito, con ciò contribuendo alla diminuzione dei costi dei capitali”⁹¹.

Tuttavia, le agenzie di *rating* sono spesso state accusate, sulla scia delle crisi che si sono susseguite, di aver fornito valutazioni fuorvianti, di aver contribuito a destabilizzare il mercato e di presentare un potenziale conflitto di interessi su diversi fronti⁹². In quegli anni, non vi era una normativa che disciplinasse l’attività di *rating*; queste, infatti, seguivano un modello di autoregolamentazione⁹³, in quanto si riteneva che la reputazione acquisita nel tempo dalle agenzie fosse sufficiente a consentirle di poter operare in modo del tutto indipendente. Con gli scandali Enron e Parmalat la reputazione delle agenzie viene messa in discussione e si inizia ad avvertire l’esigenza, in ambito comunitario, di definire delle norme volte a regolare il settore del *rating*⁹⁴.

Nel 2003, il *Committee on Economic and Monetary Affairs* del Parlamento Europeo presentò un *Draft Report*⁹⁵ in cui si riportavano le ragioni circa la necessità di una disciplina comunitaria

⁹¹ L. DI DONNA, *op. cit.*, p. 111.

⁹² Prima della crisi, “la struttura dell’industria del *rating* era diventata oligopolistica o forse anche duopolistica, poiché il mercato della certificazione dei titoli di debito era diviso tra le due grandi società americane Standard & Poor’s e Moody’s, le quali esercitavano un consistente potere sui mercati; le agenzie di *rating*, inoltre, non sempre si erano mostrate in grado di prevedere i default degli emittenti valutati, come nei casi Enron e Worldcom, nonché nel caso della crisi asiatica del 1997; erano, purtuttavia, divenute una parte fondamentale del meccanismo di regolamentazione dei mercati finanziari, poiché i *rating* di grado elevato erano assurti a presupposto legale per l’ammissibilità delle obbligazioni per i portafogli di investitori istituzionali e fiduciari; l’organizzazione del *rating* aveva sollevato, infine, il problema del conflitto di interessi, consistente nell’accesso privilegiato alle informazioni riservate, nella realizzazione del loro maggiore reddito da compensi corrisposti direttamente dagli enti valutati e dalla promozione di attività di consulenza complementari connesse con il *rating* di clienti specifici”.

L. DI DONNA, *op. cit.*, p. 112.

⁹³ Sulla possibilità di poter ottenere una corretta informazione con l’autoregolamentazione, va detto che “l’autoregolamentazione è in grado di dare reali vantaggi solo quando riesce a coordinarsi armonicamente con le fonti primarie dell’ordinamento generale (leggi, regolamenti emanati da autorità di vigilanza, ecc.) ritagliandosi un proprio spazio negli interstizi che quell’ordinamento è opportuno le garantisca. Il suo ruolo può essere complementare, ma *non sostitutivo* [corsivo di chi scrive], e men che mai antagonistico, rispetto alla regolamentazione pubblica. Un eccesso di autoreferenzialità rischierebbe, prima o poi, di metterne a nudo la congenita mancanza di adeguati mezzi di controllo e di coercizione: perché affidare l’efficacia della norma al solo timore che chi la violi possa incorrere nella riprovazione dei consociati si rivela spesso un’utopia bella e buona, capace in qualche misura di inverarsi solo all’interno di un quadro di riferimenti generali ben più solidamente presidiato”.

R. RORDORF, *op. cit.*, p. 774.

⁹⁴ L’impiego regolamentare del *rating* è stato “richiesto” anche dalla diffusione dei prodotti di finanza strutturata. “The remarkable growth in the market for asset-backed securities would have been impossible without the help of CRAs. The reason is simple: for this market to succeed, it needed to attract the large pool of institutional investors that are subject to rating-based constraints. In other words, the market for subprime MBS and CDOs needed to be a “rated” market, in which the risk of tranches was assessed by CRAs using the same scale as bonds. In that way, the rating provided access to a pool of potential buyers, who would have otherwise perceived these securities as very complex and would have possibly shied away from them. Interestingly, rating agencies were very explicit in reassuring investors that the rating of structured securities was directly comparable with the rating of bonds”.

M. PAGANO, P. VOLPIN, *Credit Ratings Failures and Policy Options, Working Paper*, Tilburg University, October 2009, p. 5.

⁹⁵ “Committees may be called upon to draft a report on legislative or non-legislative issues. Normally, the committee will be asked to draft a report on a particular issue, when it concerns a policy area for which it is competent. However, in certain circumstances, a committee may make a report on its own initiative. For each report a rapporteur, responsible for drafting the report, is chosen from amongst the members of the committee.

del *rating*. In merito, “Si è assunto che rimuovendo le barriere e ammettendo alla quotazione prodotti finanziari anche in mercati diversi da quello di origine dell’emittente, è necessario disporre di strumenti idonei che forniscano informazioni sulla qualità degli strumenti finanziari degli emittenti. Le ragioni di una normativa andavano colte nella caratterizzazione oligopolistica dell’industria del *rating*, nella scarsa capacità reattiva nel valutare le situazioni di criticità, nella mancanza di *regulatory license*, nel conflitto di interessi intrinseco nell’attività di *rating* e nella carenza di una regolamentazione analoga a quella presente nell’ordinamento statunitense”⁹⁶. Ciò nonostante, in Europa, la mancanza di regolamentazione dell’attività di *rating* si è protratta per un periodo molto più lungo rispetto agli Stati Uniti. Infatti, fino alla creazione della moneta unica, i mercati obbligazionari europei non avevano una dimensione tale da attribuire al *rating* l’importanza che, invece, già aveva acquisito negli Stati Uniti, circa le scelte di investimento.

In virtù di quanto detto, “fino al 2009, la Commissione ritenne sufficiente il quadro normativo costituito da tre direttive: quella in materia di market abuse (2003/6/CE)⁹⁷, quella in materia di requisiti patrimoniali per le banche (Direttiva CRD 2006/48/CE)⁹⁸ e quella relativa al mercato

Once a draft report has been written it is presented and discussed in committee meetings, and members may propose amendments if they wish”.

<http://www.europarl.europa.eu/committees/en/draft-reports.html>

⁹⁶ P. GILA, M. MISCALI, *op. cit.*, pp. 144-145.

⁹⁷ La direttiva sancisce il divieto per chiunque (persona fisica o giuridica) disponga di informazioni privilegiate (a motivo della sua qualità di membro degli obblighi di amministrazione, di direzione o di controllo dell’emittente, ovvero a motivo della sua partecipazione al capitale dell’emittente, ovvero per il fatto di avere accesso a tali informazioni a motivo del suo lavoro, della sua professione e delle sue funzioni, ovvero in virtù delle proprie attività criminali) di utilizzare tali informazioni acquisendo o cedendo, o cercando di acquisire o cedere, per conto proprio o per conto terzi, direttamente o indirettamente, gli strumenti finanziari cui le informazioni si riferiscono; qualora si tratti di persone giuridiche, il divieto si applica anche alle persone fisiche che partecipano alla decisione di procedere all’operazione per conto della persona giuridica in questione (art. 2). Gli Stati membri vietano ai predetti soggetti: a) di comunicare informazioni privilegiate ad un’altra persona se non nell’ambito del normale esercizio del loro lavoro, della loro professione o delle loro funzioni; b) di raccomandare ad un’altra persona di acquisire o cedere o di indurre un’altra persona ad acquisire o cedere, in base a informazioni privilegiate, strumenti finanziari a cui tali informazioni si riferiscono (art. 3). Le predette disposizioni si applicano anche a qualsiasi persona, diversa da quelle sopraindicate, in possesso di informazioni privilegiate, che sappia o che avrebbe dovuto sapere trattarsi di informazioni privilegiate (art. 4). Viene sancito altresì il divieto per qualsiasi persona fisica o giuridica di porre in essere manipolazioni del mercato (art. 5).

⁹⁸ Nel contesto di cui trattasi, significativo è quanto riportato dal considerando n. 39 in cui si afferma che: “Nell’utilizzo di stime sia esterne che interne degli enti creditizi ovvero di *rating* interni, occorre tener conto del fatto che attualmente solo questi ultimi sono elaborati da una entità -lo stesso ente finanziario- che è sottoposta ad una procedura comunitaria di autorizzazione. In caso di *rating* esterni, si fa ricorso ai prodotti delle cosiddette agenzie di *rating* riconosciute che nella Comunità non sono attualmente sottoposte a una procedura d’autorizzazione. Vista l’importanza dei *rating* esterni ai fini del calcolo dei requisiti patrimoniali nel quadro della presente direttiva è necessario che la futura e appropriata procedura di autorizzazione e di supervisione per le agenzie di *rating* sia tenuta sotto esame”.

degli strumenti finanziari (MiFID 2004/39/CE)⁹⁹. A completare il quadro di disciplina la Commissione teneva in considerazione anche il codice di condotta della IOSCO¹⁰⁰.

3.2.1 Il Reg. (CE) n. 1060/2009

Dopo un percorso tutt'altro che lineare¹⁰¹, il dibattito circa la necessità di una normativa che disciplinasse l'attività delle agenzie di *rating* si è intensificato in seguito alla grave crisi del 2008, che ha colpito la finanza globale¹⁰², e in seguito alla presa di consapevolezza degli effetti pro-ciclici degli improvvisi *downgrade* dei titoli pubblici¹⁰³. È stato proprio in virtù di questa

⁹⁹ La direttiva MiFID (*Markets in Financial Instruments Directive*) ha dato inizio ad una nuova fase nella disciplina dei mercati finanziari. Con tale direttiva si è voluto creare un mercato più integrato, efficace e competitivo, al fine di garantire maggiore tutela agli investitori e porre fine al clima di sfiducia nel *rating*. “La direttiva 2004/39/CE relativa ai mercati degli strumenti finanziari (c.d. MiFID I) è stata in parte rifiuta nella direttiva 2014/65/UE (di seguito “MiFID II”) e in parte sostituita dal regolamento 2014/600/UE (c.d. “MiFIR” o “regolamento MiFIR”) al fine di definire il quadro giuridico per i mercati degli strumenti finanziari e per i servizi e le attività di investimento. Per effetto della direttiva 2016/1034/UE e del regolamento (UE) 2016/1033, la data di applicazione di MiFID II e MiFIR è stata fissata al 3 gennaio 2018. Per quanto attiene strettamente al settore dei mercati finanziari, la direttiva e il regolamento mirano a rimediare alle carenze nel funzionamento e nella trasparenza dei mercati messe in luce dalla crisi finanziaria e si propongono di disciplinare un mercato sempre più vario e complesso, in quanto caratterizzato dalla diffusione di sistemi di trading ad alta frequenza e dalla negoziazione nei mercati non regolamentati con l'obiettivo di rafforzare il quadro normativo, incrementare la trasparenza e la tutela degli investitori”.

CONSOB, *RECEPIMENTO DELLA DIRETTIVA 2014/65/UE (MiFID II) E ATTUAZIONE DEL REGOLAMENTO (UE) 600/2014 (MiFIR), MODIFICHE AL REGOLAMENTO MERCATI*, Documento per la consultazione 31 luglio 2017, p. 1.

¹⁰⁰ A. CASTALDO, L. PALLA, *op. cit.*, pp. 77-78.

¹⁰¹ Per approfondimenti sul percorso seguito dalle istituzioni europee, prima di approdare alla normativa in questione, si veda L. DI DONNA, *op. cit.*, p. 108 ss. e G. PRESTI, *op. cit.*, p. 80 ss.

¹⁰² Infatti, dalla crisi emerge “l'insostenibilità del binomio tra valore regolamentare del *rating* e totale assenza di disciplina dello stesso. Se si intende conservare valore regolamentare al *rating* è necessario procedere alla sua regolazione; e, di converso, se si vuole mantenere l'assenza di regolazione, è necessario togliergli ogni valore legale (Enriques, 2010, sintetizza così il dilemma per i regolatori: “lascia o raddoppia?”). (...) La prima, più semplice e assai seducente opzione, sarebbe quella di togliere immediatamente valore regolamentare al *rating*, tornando per così dire alle origini, alla sua semplice funzione consulenziale per gli investitori. Si tratta però di soluzione più semplice da affermare che da praticare. Per un verso il *rating* è ormai così intimamente incorporato (embedded) nella regolamentazione finanziaria che il nodo non può essere sciolto in tempi rapidi. (...) Il problema di fondo, in realtà, è: le autorità di vigilanza hanno bisogno di poter fare affidamento sui giudizi esterni in tema di rischiosità degli investimenti. Quindi, preso atto dei difetti del *rating*, con cosa possono essere sostituiti? Domanda alla quale ancora non è stata data una risposta efficace. (...) In altra prospettiva, infine, per tornare veramente alle origini non sarebbe sufficiente negare valore regolamentare al *rating* e vietarne l'uso come indicatore esclusivo nei contratti privati; dovrebbe anche vietarsi il modello *issuers pay*, dal quale dipendono molti conflitti di interesse e al quale è legata l'insufficienza della sanzione reputazionale. Insomma, alle difficoltà operative si sommano perplessità sulla stessa opportunità di un tentativo di restaurare una supposta età dell'oro del *rating* che, comunque, lo si ricordi, era in ogni caso connotata dal carattere oligopolistico del relativo mercato. La conclusione, quindi, è che oggi regolare è necessario; quantomeno per il periodo di tempo necessario per ridurre la *over-reliance* nei *ratings* e per agevolare, se possibile, modelli alternativi di business e una maggiore apertura del mercato. E in questo senso, infatti, ci si muove da entrambi i lati dell'Atlantico”.

G. PRESTI, *op. cit.*, p. 263 ss.

¹⁰³ A riguardo, “E' opinione comune che le agenzie di *rating* del credito abbiano contribuito in modo significativo alle recenti turbolenze dei mercati sottostimando il rischio di credito degli strumenti finanziari strutturati. Esse avevano infatti dato a gran parte dei *subprime* i *rating* massimi, sottovalutando pertanto chiaramente i gravi rischi inerenti a tali strumenti. Inoltre, quando le condizioni dei mercati sono peggiorate, le agenzie non hanno saputo adattare prontamente i propri *rating*. L'attuale crisi ha rivelato le carenze dei metodi e dei modelli utilizzati dalle agenzie di *rating* del credito. Una ragione di tali carenze può essere che tali agenzie operano in un mercato oligopolistico che offre incentivi limitati a competere sulla qualità dei *rating* prodotti. La qualità talora scarsa dei

drammatica situazione che la Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo alle agenzie di *rating* del credito, nel 2008, ha finalmente riconosciuto la necessità di superare il modello di autoregolamentazione, con cui le agenzie aderivano volontariamente al Codice IOSCO senza che vi fosse un obbligo in tal senso. La prima disciplina comunitaria espressamente dedicata alla regolazione del *rating* si è avuta nel 2009, con il Regolamento n. 1060¹⁰⁴, volto a definire una normativa che possa essere immediatamente applicabile da parte degli Stati membri, superando così la discrezionalità e i ritardi nel recepimento delle norme emanate attraverso direttiva. Il Regolamento disciplina sia l'attività di attribuzione del *rating* che i soggetti coinvolti nella stessa, con riguardo sia al problema dell'indipendenza che a quello dei conflitti di interesse. Tiene conto, inoltre, dell'integrità, trasparenza, responsabilità, *governance* e affidabilità del sistema di *rating*¹⁰⁵.

Il presupposto della disciplina dettata dal Regolamento è l'obbligo di registrazione da parte dei soggetti che intendono svolgere professionalmente l'attività di emissione di *rating* sul credito. Al fine di prevenire il problema del conflitto di interessi, almeno un terzo degli amministratori deve essere indipendente. È inoltre fatto divieto di fornire servizi di consulenza o raccomandazioni a coloro che sono oggetto di valutazione; vietato è anche l'acquisto, da parte dei dipendenti, di strumenti finanziari emessi o garantiti dai soggetti valutati e, in ultimo, vi è il divieto di anticipare, se non al soggetto valutato, il possibile esito futuro del *rating*. Riguardo alle misure di trasparenza sui conflitti di interesse, presenti nel Regolamento, tra queste vi sono: la pubblicazione dei nominativi dei soggetti valutati, da cui derivi più del 5% del fatturato annuo; l'obbligo di comunicare al pubblico una parte degli elementi dei metodi e dei modelli utilizzati per le valutazioni; l'obbligo di riesaminare periodicamente (almeno una volta all'anno) i giudizi emessi e le metodologie utilizzate per elaborarli; il rispetto dei criteri

rating degli strumenti finanziari strutturati ha contribuito in modo considerevole alla crisi attuale. Sono inoltre emerse con evidenza carenze nella comunicazione tra le agenzie e gli utenti dei *rating*. Di conseguenza la fiducia dei partecipanti al mercato nelle agenzie di *rating* del credito e nell'affidabilità dei loro *rating* ne ha risentito". COMMISSIONE DELLE COMUNITA' EUROPEE, Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo alle agenzie di *rating* del credito, Bruxelles, 12 novembre 2008, p. 2.

¹⁰⁴ A riguardo, "la disciplina europea sembra dare una risposta normativa articolata e al passo coi tempi alle esigenze di un maggiore controllo sulle attività di *rating*, che la mancanza di fiducia nei mercati finanziari oggi sembra imporre. Il regolamento in esame infatti appare nel suo contenuto assolutamente in linea con le più innovative proposte d'oltreoceano e sotto certi aspetti persino più lungimirante, prevedendo ad esempio un modello di riconoscimento delle agenzie maggiormente compatibile con un mercato del *rating* più concorrenziale. Inoltre la nuova disciplina sarà estesa a tutti gli stati comunitari, impedendo così che si creino delle disparità tra i controlli previsti nei diversi ordinamenti, delle quali le agenzie di *rating* potrebbero giovare, ma anzi promuovendo un'efficiente soluzione di raccordo normativo che potrebbe essere il preludio a ulteriori armonizzazioni del settore".

F. PARMEGGIANI, *op. cit.*, p. 140.

¹⁰⁵ L'articolo 1 del Regolamento 1060/2009 del Parlamento europeo e del Consiglio, relativo alle agenzie di *rating* del credito, afferma che l'obiettivo principale è l'introduzione di "un'impostazione regolamentare comune per migliorare l'integrità, la trasparenza, la responsabilità, la buona *governance* e l'affidabilità delle attività di *rating* del credito, contribuendo alla qualità dei *rating* emessi nella Comunità e contribuendo così al buon funzionamento del mercato interno e realizzando nel contempo un grado elevato di protezione degli investitori".

di correttezza nel presentare il giudizio, ovvero quali sono le fonti delle informazioni e quali metodi sono stati utilizzati per arrivare alla definizione del giudizio; la redazione di un'analisi di sensitività dei *rating* che sono stati emessi; la comunicazione, almeno dodici ore prima della pubblicazione, del giudizio all'emittente, così che quest'ultimo possa segnalare eventuali errori materiali; l'informazione periodica al pubblico. In aggiunta, il Regolamento attribuisce ampi poteri di vigilanza alle Autorità di Vigilanza, appunto, di ciascuno Stato membro della Comunità. In generale, “va tenuto presente che il complesso normativo in esame si applica ai *rating* emessi da agenzie specializzate operanti nel territorio regionale europeo “comunicati al pubblico o distribuiti previo abbonamento”. Dal novero delle fattispecie previste dalla regolazione di cui trattasi sono esclusi, pertanto, i giudizi formulati su commissione privata (e non destinati, dunque, alla divulgazione), i “*credit scores*”, i *rating* prodotti dalle agenzie all'esportazione e talune tipologie di giudizi formulati dalle banche centrali (art. 2)”¹⁰⁶.

¹⁰⁶ A. TROISI, *op. cit.*, p. 132.

Il Regolamento¹⁰⁷ si compone di 75 considerando, 41 articoli e due allegati contenenti i dettagli tecnici per l'attuazione dei principi contenuti nel testo¹⁰⁸.

¹⁰⁷ Regolamento 16 settembre 2009, n. 1060.

Regolamento (CE) n. 1060/2009 del Parlamento europeo e del Consiglio, relativo alle agenzie di *rating* del credito. Sommario:

- Art. 1. Oggetto
- Art. 2. Ambito di applicazione
- Art. 3. Definizioni
- Art. 4. Utilizzo dei *rating*
- Art. 5. Equivalenza e certificazione basata sull'equivalenza
- Art. 5 *bis*. Eccessivo affidamento ai *rating* del credito da parte delle istituzioni finanziarie
- Art. 5 *ter*. Affidamento ai *rating* del credito da parte delle Autorità europee di vigilanza e del Comitato europeo per il rischio sistemico
- Art. 5 *quater*. Eccessivo affidamento ai *rating* del credito nel diritto dell'Unione
- Art. 6. Indipendenza e prevenzione dei conflitti di interesse
- Art. 6 *bis*. Conflitti di interesse nelle agenzie di *rating* del credito per quanto riguarda gli investimenti
- Art. 6 *ter*. Durata massima del rapporto contrattuale con un'agenzia di *rating* del credito
- Art. 7. Analisti di *rating*, dipendenti e altre persone che partecipano all'emissione dei *rating*
- Art. 8. Metodologie, modelli e ipotesi fondamentali di *rating*
- Art. 8 *bis*. *Rating* sovrani
- Art. 8 *ter*. Informazioni sugli strumenti finanziari strutturati
- Art. 8 *quater*. Doppio *rating* degli strumenti finanziari strutturati
- Art. 8 *quinquies*. Ricorso a più agenzie di *rating*
- Art. 9. Esternalizzazione (*outsourcing*)
- Art. 10. Comunicazione e presentazione di *rating* del credito
- Art. 11. Comunicazioni generali e periodiche
- Art. 12. Relazione di trasparenza
- Art. 13. Spese per comunicazioni pubbliche
- Art. 14. Obbligo di registrazione
- Art. 15. Domanda di registrazione
- Art. 16. Esame della domanda di registrazione di un'agenzia di *rating* del credito da parte dell'AESFEM
- Art. 17. Esame delle domande di registrazione presentate da un gruppo di agenzie di *rating* del credito da parte dell'AESFEM
- Art. 18. Notifica di una decisione di registrazione, di rifiuto della registrazione o di revoca della registrazione e pubblicazione dell'elenco delle agenzie di *rating* del credito registrate
- Art. 19. Pagamento di commissioni di registrazione e vigilanza
- Art. 20. Revoca della registrazione
- Art. 21. AESFEM
- Art. 22. Autorità competenti
- Art. 22 *bis*. Esame della conformità ai requisiti metodologici
- Art. 23. Non interferenza con il contenuto dei *rating* del credito o con le relative metodologie
- Art. 23 *bis*. Esercizio dei poteri di cui agli articoli da 23 *ter* a 23 *quinquies*
- Art. 23 *ter*. Richieste di informazioni
- Art. 23 *quater*. Indagini generali
- Art. 23 *quinquies*. Ispezioni in loco
- Art. 23 *sexies*. Norme procedurali per adottare le misure di vigilanza e imporre sanzioni amministrative pecuniarie
- Art. 24. Misure di vigilanza da parte dell'AESFEM
- Art. 25. Audizioni delle persone interessate
- Art. 25 *bis*. Autorità settoriali competenti responsabili della vigilanza e dell'applicazione dell'articolo 4, paragrafo 1, e degli articoli 5 *bis*, 8 *ter*, 8 *quater* e 8 *quinquies*
- Art. 26. Obbligo di cooperazione
- Art. 27. Scambio di informazioni
- Art. 30. Delega dei compiti dall'AESFEM alle autorità competenti
- Art. 31. Notifiche e richieste di sospensione da parte delle autorità competenti
- Art. 32. Segreto professionale
- Art. 34. Accordo sullo scambio di informazioni
- Art. 35. Diffusione di informazioni provenienti da paesi terzi
- Art. 35 *bis*. Responsabilità civile
- Art. 36. Sanzioni
- Art. 36 *bis*. Sanzioni amministrative pecuniarie
- Art. 36 *ter*. Sanzioni reiterate

Dai considerando, che definiscono gli obiettivi del Regolamento, emergono importanti informazioni. Prima di tutto viene espressamente riconosciuta dal legislatore europeo l'importanza dell'attività svolta dalle agenzie di *rating* sui mercati mobiliari e bancari di tutto il mondo; ciò in forza dell'importante contributo informativo dato dalle agenzie in materia di investimenti e di finanziamenti, e perché i *rating* possono essere utilizzati come parametro di riferimento per il calcolo dei requisiti patrimoniali (necessari per valutare la solvibilità e i rischi dell'investimento) di enti creditizi, imprese di investimento e di assicurazione, ed altri. Dunque, “i *rating* del credito hanno un impatto significativo sul funzionamento del mercato e sulla fiducia degli investitori e dei consumatori. È pertanto essenziale che le attività di *rating* del credito siano condotte nel rispetto dei principi di integrità, trasparenza, responsabilità e correttezza gestionale, affinché i *rating* utilizzati nella Comunità, emessi da dette agenzie, siano indipendenti, oggettivi e di qualità adeguata” (considerando n. 1).

Per ciò che concerne l'ambito di applicazione del Regolamento, è necessario che venga applicato “ai *rating* del credito emessi da agenzie di *rating* del credito registrate nella Comunità. Lo scopo principale del (...) regolamento è quello di tutelare la stabilità dei mercati finanziari e gli investitori. I “*credit score*” (punteggi sull'affidabilità creditizia), i sistemi di “*credit scoring*” o valutazioni analoghe inerenti a obblighi derivanti dalle relazioni con i consumatori e i rapporti commerciali o industriali non dovrebbero rientrare nell'ambito di applicazione del presente regolamento” (considerando n. 7). In considerazione del ruolo avuto dalle agenzie di *rating* nella crisi finanziaria globale, il legislatore europeo afferma la necessità di adottare misure che possano rimediare agli errori commessi da queste istituzioni nel corso della crisi, utilizzando la dovuta cautela nell'affidarsi ciecamente alle loro valutazioni (considerando n. 10). È necessario che la normativa sul miglioramento della qualità del *rating* sia comune, diversamente “vi è il rischio che gli Stati membri adottino misure divergenti a livello nazionale le quali avrebbero un impatto negativo diretto sul mercato interno e creerebbero ostacoli al suo

Art. 36 *quater*. Audizioni delle persone interessate dal procedimento

Art. 36 *quinquies*. Comunicazione al pubblico, natura, applicazione e allocazione delle sanzioni amministrative pecuniarie e delle sanzioni reiterate

Art. 36 *sexies*. Controllo della Corte di giustizia dell'Unione europea

Art. 37. Modifica degli allegati

Art. 38. Procedura di comitato

Art. 38 *bis*. Esercizio della delega

Art. 38 *ter*. Revoca della delega

Art. 38 *quater*. Obiezioni agli atti delegati

Art. 39. Relazioni

Art. 39 *bis*. Personale e risorse dell'AESFEM

Art. 39 *ter*. Obblighi di comunicazione

Art. 40. Disposizione transitoria

Art. 40 *bis*. Misure transitorie relative all'AESFEM

Art. 41. Entrata in vigore

¹⁰⁸ Per approfondimenti sul testo normativo si veda L. DI DONNA, *op. cit.*, pp. 141 e ss.

buon funzionamento, perché le agenzie di *rating* del credito che emettono *rating* ad uso degli istituti finanziari della Comunità sarebbero soggette a regole diverse nei singoli Stati membri. Requisiti divergenti in materia di qualità dei *rating* potrebbero altresì determinare livelli diversi di tutela degli investitori e dei consumatori. Gli utilizzatori dovrebbero inoltre poter confrontare i *rating* emessi nella Comunità con i *rating* emessi a livello internazionale” (considerando n. 11). Al fine di tutelare i mercati finanziari e gli investitori, è “auspicabile prevedere l'utilizzazione a fini regolamentari all'interno della Comunità di *rating* del credito emessi nei paesi terzi solo se conformi a requisiti altrettanto rigorosi quanto quelli stabiliti dal presente regolamento” (considerando n. 13). Inoltre, il Regolamento “non dovrebbe applicarsi ai *rating* prodotti da un'agenzia di *rating* del credito in seguito a un singolo ordine e forniti esclusivamente alla persona che li ha commissionati e che non sono destinati alla divulgazione al pubblico o alla distribuzione previo abbonamento” (considerando n. 19). Nei considerando che vanno dal 21 al 41, il Regolamento tratta i *non solicited ratings*, il problema del conflitto di interessi, la *governance* societaria, le metodologie di *rating* utilizzate, la qualità e trasparenza dei *rating* e il fenomeno del *rating shopping*. Un'importante novità introdotta dal Regolamento si rinviene nel considerando n. 43, il quale afferma che al fine di garantire un adeguato livello di fiducia di investitori e consumatori nel mercato interno, è necessario che le agenzie emittenti *rating* nella Comunità siano soggette all'obbligo di registrazione.

I 41 articoli del Regolamento sono suddivisi in quattro Titoli: “Oggetto, ambito di applicazione e definizioni” (artt. 1-5), che definisce, appunto, l'oggetto e l'ambito di applicazione¹⁰⁹; “Emissione di *rating* del credito” (artt. 6-13), che detta una serie di norme che le agenzie di *rating* rientranti nel Regolamento sono tenute a rispettare nell'esercizio della propria attività; “Vigilanza delle attività di *rating* del credito” (artt. 14-35), che definisce le procedure di registrazione delle agenzie, attribuisce al CESR e alle competenti autorità nazionali compiti di vigilanza, definisce obblighi di cooperazione tra le autorità competenti dei singoli Stati e le disposizioni finalizzate a favorire la cooperazione con Paesi che non fanno parte della

¹⁰⁹ Dunque, la disciplina “limita il proprio campo di applicazione solo ai *rating* il cui utilizzo è normativamente imposto a determinate categorie di soggetti a fini di certificazione, restandone invece esclusi i *rating* privati, non comunicati al pubblico e non pagati dal soggetto valutato. In altri termini si ammette finalmente in modo espresso che solo i *rating* prescritti obbligatoriamente ai fini di conformità con le normative vigenti garantiscono alle agenzie la loro funzione di *gatekeeping* e la massima parte dei loro profittevoli affari, ma soprattutto forniscono loro una potente *regulatory license* e costituiscono il fertile terreno in cui possono generarsi ed assumere dimensioni considerevoli i conflitti di interessi. al contrario, i *rating* pagati dagli investitori e ad essi unicamente destinati possono considerarsi immuni da ogni coinvolgimento in quelle disfunzioni del sistema finanziario e in quelle pratiche collusive capaci di arrecare danno al mercato e minare la fiducia in esso riposta dagli investitori. Se sono gli investitori a pagare, infatti, è proprio la credibilità conseguita dall'agenzia e la qualità dei *rating* che emette ad essere liberamente negoziata sul mercato, in quanto le agenzie saranno poste di fronte ad una controparte contrattuale che non paga per avere un *rating* più elevato possibile ma un *rating* rivelatore della reale condizione dell'entità valutata”.

F. PARMEGGIANI, *op. cit.*, p. 135-136.

Comunità; “Sanzioni, procedura del comitato, relazione e disposizioni transitorie e finali” (artt. 36-41), che contiene le norme relative alle sanzioni previste in caso di violazione del Regolamento, ed altro.

In particolare, si individuano tre pilastri intorno ai quali ruota il Regolamento: la registrazione, le regole di condotta e la vigilanza. La registrazione rappresenta il requisito principale affinché i *rating* emessi dalle agenzie possano essere utilizzati a fini regolamentari all'interno della Comunità. Il Regolamento stabilisce che banche, imprese di investimento, imprese di assicurazione, OICVM¹¹⁰ ed enti pensionistici aziendali o professionali possano, a fini regolamentari, utilizzare soltanto i *rating* emessi dalle agenzie stabilite nella Comunità e registrate secondo quanto previsto dallo stesso Regolamento¹¹¹. Va detto che, in realtà, non si esclude l'utilizzo di *rating* emessi in paesi terzi. Infatti, il Regolamento consente alle agenzie aventi sede al di fuori dell'Unione, al fine di definire dei *rating* che possano essere utilizzati all'interno della Comunità a fini regolamentari, di costituire in Europa una sussidiaria e richiedere la registrazione, cioè di ricorrere ai sistemi di avallo o certificazione¹¹².

¹¹⁰ Gli OICVM (Organismo di Investimento Collettivo in Valori Mobiliari) sono intermediari finanziari specializzati nell'investimento collettivo in valori mobiliari.

¹¹¹ Art. 4, comma 1.

¹¹² “Un'agenzia di *rating* del credito stabilita nella Unione e registrata conformemente al presente regolamento può avallare un *rating* emesso in un paese terzo solo se l'attività di *rating* finalizzata all'emissione del predetto *rating* soddisfa le seguenti condizioni: a) l'attività di *rating* finalizzata all'emissione del *rating* da avallare è svolta in tutto o in parte dall'agenzia di *rating* del credito che effettua l'avallo o da agenzie di *rating* del credito appartenenti allo stesso gruppo; b) l'agenzia di *rating* del credito ha verificato ed è in grado di dimostrare, su base continuativa, all'Autorità di vigilanza europea (Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati — AESFEM), istituita con regolamento (UE) n. 1095/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio, che lo svolgimento dell'attività di *rating* da parte dell'agenzia di *rating* del credito del paese terzo finalizzata all'emissione del *rating* da avallare soddisfa requisiti non meno rigorosi di quelli di cui agli articoli da 6 a 12 e all'allegato I, ad eccezione degli articoli 6 *bis*, 6 *ter*, 8 *bis*, 8 *ter*, 8 *quater* e 11 *bis*, e dell'allegato I, sezione B, punto 3, lettera b *bis*), e punti 3 *bis* e 3 *ter*. c) la capacità dell'AESFEM di accertare e controllare la conformità dell'agenzia di *rating* del credito stabilita nel paese terzo alle disposizioni di cui alla lettera b) non è limitata; d) l'agenzia di *rating* del credito mette a disposizione dell'AESFEM, su richiesta di quest'ultima, tutte le informazioni necessarie a consentire all'AESFEM di vigilare su base continuativa sul rispetto dei requisiti del presente regolamento; e) esiste una ragione oggettiva per cui il *rating* deve essere emesso in un paese terzo; f) l'agenzia di *rating* del credito stabilita nel paese terzo è autorizzata o registrata ed è soggetta a vigilanza in tale paese terzo; g) il regime normativo in tale paese terzo impedisce alle autorità competenti e ad altre autorità pubbliche di tale paese terzo di interferire con il contenuto dei *rating* creditizi e con le metodologie impiegate; e h) vi è un adeguato accordo di cooperazione tra l'AESFEM e la pertinente autorità di vigilanza dell'agenzia di *rating* del credito stabilita in un paese terzo. L'AESFEM assicura che tale accordo di cooperazione specifichi quanto meno: i) il meccanismo per lo scambio di informazioni tra l'AESFEM e la pertinente autorità di vigilanza dell'agenzia di *rating* del credito stabilita in un paese terzo; nonché ii) le procedure inerenti al coordinamento delle attività di vigilanza, al fine di consentire all'AESFEM di controllare su base continuativa l'attività di *rating* finalizzata all'emissione del *rating* avallato. Un *rating* avallato a norma del paragrafo 4 è considerato un *rating* emesso da un'agenzia di *rating* del credito stabilita nella Unione e registrata conformemente al presente regolamento. Un'agenzia di *rating* del credito stabilita nella Unione e registrata conformemente al presente regolamento non può avallare un *rating* con l'intento di sottrarsi all'osservanza dei requisiti del presente regolamento. L'agenzia di *rating* del credito che ha avallato un *rating* emesso in un paese terzo a norma del paragrafo 3 si assume la piena responsabilità del *rating* in questione e dell'osservanza delle condizioni fissate in

Il Capo I del Titolo III del Regolamento definisce apposite norme sulla procedura di registrazione, finalizzate principalmente ad accertare che sussistano determinati obblighi che assicurino l'indipendenza, l'integrità e la qualità dei giudizi emessi. Circa le regole di condotta (le ritroviamo nel Titolo II), di fondamentale importanza nel Regolamento sono le norme inerenti l'organizzazione e il funzionamento delle agenzie di *rating*, con particolare riferimento alle metodologie utilizzate nella determinazione del *rating*¹¹³, la trasparenza e la prevenzione, e la gestione del conflitto di interessi. Sul primo punto, le agenzie devono comunicare al pubblico le metodologie, i modelli e le principali ipotesi utilizzate nella definizione del *rating*, oltre che, se necessario, le modifiche da apportare. In particolare, l'analisi delle informazioni da parte delle agenzie deve essere accurata, adottando tutte le misure necessarie affinché queste informazioni siano di qualità e provengano da fonti affidabili. Sempre in materia di trasparenza, il Regolamento definisce le informazioni che devono essere rese note insieme alla pubblicazione del *rating*. Nello specifico, in modo simile a quanto oggi dispone il *Dodd-Frank Act* statunitense, è necessario indicare la sensibilità del *rating* rispetto alle assunzioni di base, insieme all'indicazione del *rating* nel caso di scenari più favorevoli o più sfavorevoli rispetto a quelli considerati per la definizione del giudizio. Occorre, inoltre, specificare gli eventuali limiti della valutazione contenuta nel *rating*, con riferimento alla quantità e qualità delle informazioni di cui le agenzie dispongono sul soggetto valutato e alla misura in cui dette informazioni sono state rese oggetto di verifiche fattuali. In aggiunta, i *rating* emessi devono essere costantemente controllati e revisionati, congiuntamente alle metodologie utilizzate, con cadenza almeno annuale. In tal senso, bisogna anche tener conto dell'incidenza di eventuali variazioni del contesto macroeconomico e finanziario. In ultimo, bisogna rendere noti i conflitti di interesse ai quali l'agenzia è, o potrebbe essere, esposta nell'esercizio della propria attività, è necessario che vengano messe a disposizione delle autorità competenti determinate informazioni periodiche ed ogni anno deve essere pubblicata una relazione sulla trasparenza¹¹⁴.

Rimanendo sui conflitti di interesse, il Regolamento impone alle agenzie di *rating* di adottare ogni misura necessaria a garantire che la loro attività non sia influenzata da tale fenomeno¹¹⁵.

tale paragrafo. Ove la Commissione abbia riconosciuto, ai sensi dell'articolo 5, paragrafo 6, l'equivalenza del quadro giuridico e di vigilanza di un paese terzo con i requisiti del presente regolamento e allorché sono operativi gli accordi di cooperazione di cui all'articolo 5, paragrafo 7, l'agenzia di *rating* creditizio che avalla il *rating* emesso nel paese terzo in questione non è più tenuta a verificare o a dimostrare l'osservanza delle condizioni di cui al paragrafo 3, lettera g), del presente articolo. Art. 4, comma 3, 4, 5, 6.

¹¹³ Art. 8, Metodologie, modelli e ipotesi fondamentali di *rating*.

¹¹⁴ Artt. 8, 9, 10, 11, 12.

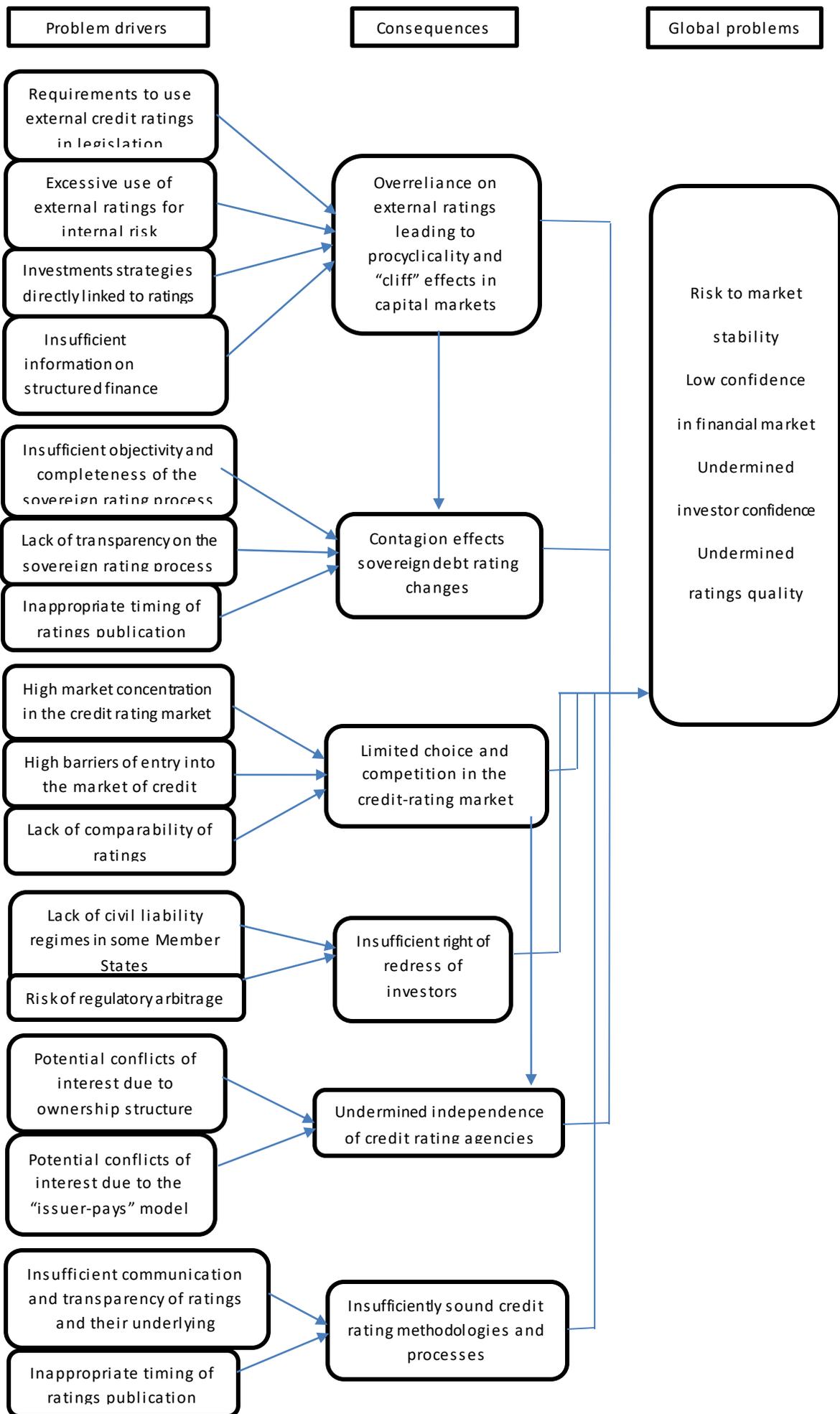
¹¹⁵ 1. Un'agenzia di *rating* del credito adotta tutte le misure necessarie per garantire che l'emissione di un *rating* del credito o della prospettiva di un *rating* non sia influenzata da alcun conflitto di interesse esistente o potenziale, né da relazioni d'affari riguardanti l'agenzia che emette il *rating* del credito o la prospettiva di *rating*, i suoi azionisti, i suoi manager, i suoi analisti di *rating*, i suoi dipendenti o qualsiasi altra persona fisica i cui servizi sono messi a disposizione o sono sotto il controllo dell'agenzia di *rating* del credito o qualsiasi persona direttamente o indirettamente collegata ad essa da un legame di controllo.

Il compito di identificare, gestire e rendere pubblici i conflitti di interesse, oltre che garantire l'indipendenza dell'attività di *rating*, spetta all'alta dirigenza. Tuttavia, queste misure non si ritengono sufficienti a far fronte a particolari situazioni, specificamente individuate. In tal caso, il legislatore vieta l'emissione del *rating*. In aggiunta, è vietata la prestazione di servizi di consulenza circa la struttura societaria o giuridica, all'attivo e al passivo, o alle attività del soggetto valutato o di terzi allo stesso collegati. Vietata è anche la presentazione, formale o informale, di proposte o raccomandazioni riguardo la struttura di strumenti finanziari derivati e la partecipazione degli analisti ai negoziati relativi alle provvigioni e pagamenti dovuti all'agenzia. In ultimo, per preservare l'indipendenza delle valutazioni degli analisti da pressioni che potrebbero aversi nel mantenere relazioni durevoli con i soggetti valutati, il Regolamento impone alle agenzie di *rating* di stabilire ed applicare apposite procedure di rotazione graduale¹¹⁶. Per quanto riguarda, infine, il sistema di *enforcement*, le sanzioni applicabili in seguito a violazione degli obblighi imposti dal Regolamento vanno dalla semplice emanazione di una comunicazione pubblica, alla revoca della registrazione. Si possono, poi, avere il divieto temporaneo di emissione dei *rating* e la sospensione del loro utilizzo a fini regolamentari all'interno della Comunità. Tuttavia, il sistema sanzionatorio previsto dal regolamento presenta diversi limiti.

Art. 6, comma 1.

¹¹⁶ Le agenzie di *rating* del credito creano, mantengono, applicano e documentano una struttura di controllo interno efficace che si occupi dell'attuazione delle politiche e delle procedure per prevenire e attenuare possibili conflitti di interesse e per assicurarsi l'indipendenza dei *rating* del credito, degli analisti del *rating* e dei team di *rating* del credito rispetto agli azionisti, agli organi amministrativi e di gestione e alle attività di vendita e di commercializzazione. Le agenzie di *rating* del credito istituiscono procedure operative standard (POS) in materia di governo societario, organizzazione e gestione dei conflitti di interesse. Esse controllano e rivedono periodicamente tali POS per valutarne l'efficacia e stabilire la necessità di un eventuale aggiornamento.

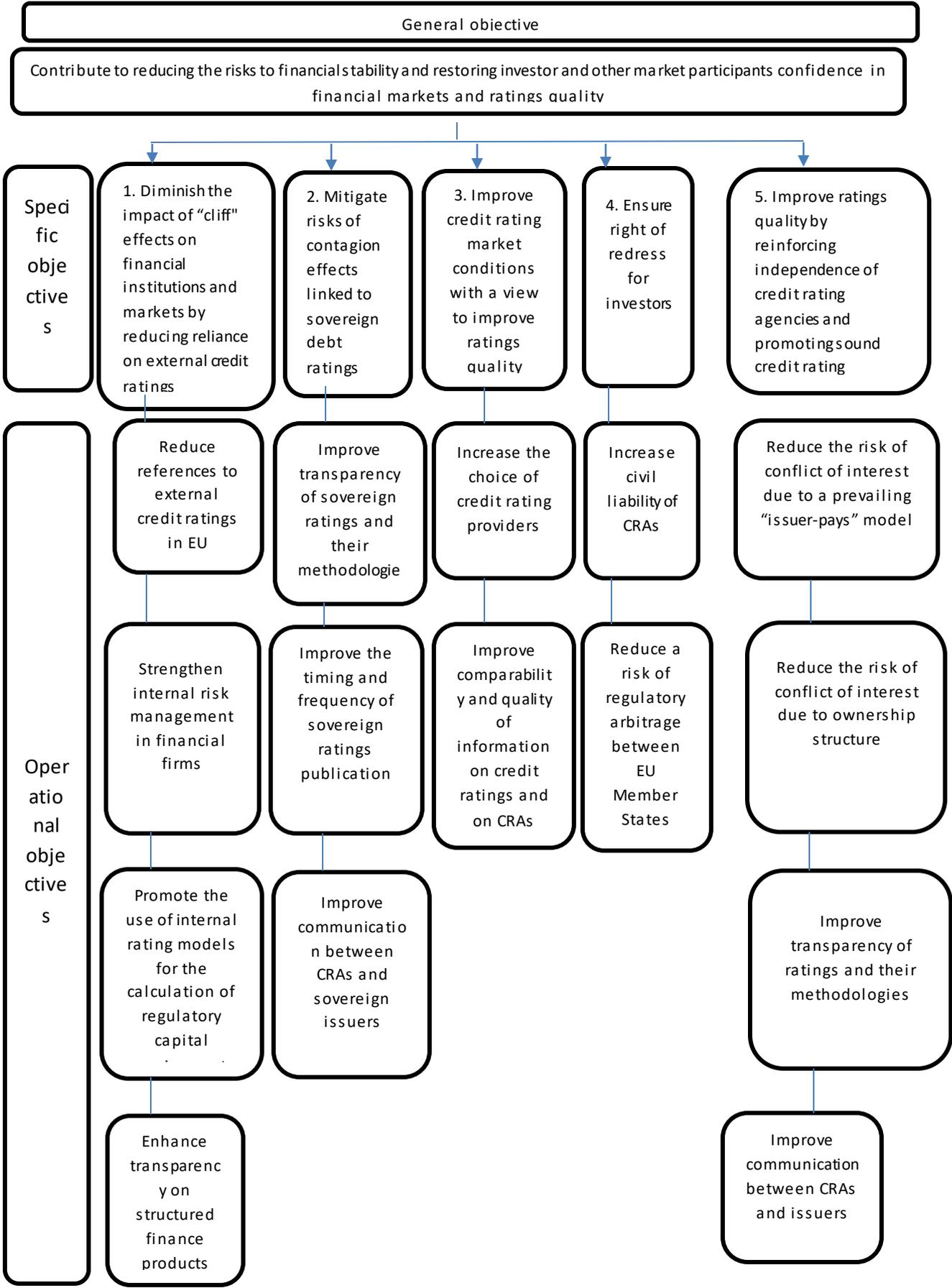
Art. 6, comma 4.



La figura di cui alla pagina precedente rappresenta le problematiche del sistema di *rating* attuale.

Fonte: COMMISSION STAFF WORKING PAPER IMPACT ASSESSMENT, Accompanying the document Proposal for a Regulation amending Regulation (EC) No 1060/2009 on credit rating agencies, p. 10. Reperibile all'indirizzo

http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/agencies/SEC_2011_1354_en.pdf .



La figura di cui alla pagina precedente rappresenta gli obiettivi dell'Unione Europea di promuovere un armonioso sviluppo delle attività economiche, un alto grado di competitività e un alto livello di protezione del consumatore, inclusa la sicurezza degli interessi economici dei cittadini (art. 169 TFEU)¹¹⁷.

Fonte: COMMISSION STAFF WORKING PAPER IMPACT ASSESSMENT, Accompanying the document Proposal for a Regulation amending Regulation (EC) No 1060/2009 on credit rating agencies, p. 10. Reperibile all'indirizzo:

http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/agencies/SEC_2011_1354_en.pdf.

Al fine di ridurre il peso regolamentare del *rating* si individuano quattro aree di intervento: a) i riferimenti alle valutazioni delle agenzie di *rating* del credito negli atti normativi dell'UE e delle autorità di vigilanza europee devono essere ridotti; b) agli asset managers è imposto di non affidarsi unicamente o automaticamente a *rating* esterni per effettuare le scelte di investimento (modifica delle direttive AIFM e UCITS¹¹⁸); c) è richiesto di far leva sui sistemi

¹¹⁷ Dal Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea

TITOLO XV

PROTEZIONE DEI CONSUMATORI

Articolo 169

(ex articolo 153 del TCE)

1. Al fine di promuovere gli interessi dei consumatori ed assicurare un livello elevato di protezione dei consumatori, l'Unione contribuisce a tutelare la salute, la sicurezza e gli interessi economici dei consumatori nonché a promuovere il loro diritto all'informazione, all'educazione e all'organizzazione per la salvaguardia dei propri interessi.

2. L'Unione contribuisce al conseguimento degli obiettivi di cui al paragrafo 1 mediante:

a) misure adottate a norma dell'articolo 114 nel quadro della realizzazione del mercato interno;

b) misure di sostegno, di integrazione e di controllo della politica svolta dagli Stati membri.

3. Il Parlamento europeo e il Consiglio, deliberando secondo la procedura legislativa ordinaria e previa consultazione del Comitato economico e sociale, adottano le misure di cui al paragrafo 2, lettera b).

4. Le misure adottate a norma del paragrafo 3 non impediscono ai singoli Stati membri di mantenere o di introdurre misure di protezione più rigorose. Tali misure devono essere compatibili con i trattati. Esse sono notificate alla Commissione.

Reperibile all'indirizzo: <http://www.slownews.it/versione-consolidata-del-trattato-sul-funzionamento-dellunione-europea-da-art-156-art-225/>

¹¹⁸ “La Direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio sui Gestori di Fondi di Investimento Alternativi (la Direttiva AIFM o la AIFMD) adottata l'8 giugno 2011, entrata in vigore il 21 luglio 2011 e che dovrà essere recepita in tutti gli Stati Membri entro il 22 luglio di quest'anno, è il risultato della volontà politica del G20 per introdurre innanzitutto un controllo regolamentare più stringente sul rischio sistemico che può derivare dalle attività dei soggetti che operano nel settore dei fondi di investimento cosiddetti “alternativi”, vale a dire di quei fondi di investimento diversi, e quindi alternativi, rispetto ai fondi disciplinati dalla Direttiva 2009/65/CE in materia di Organismi di Investimento Collettivo in Valori Mobiliari (OICVM), meglio noti come UCITS, e indicata come Direttiva UCITS IV. La Direttiva AIFM individua la gamma dei fondi di investimento che indirettamente ricadono sotto il suo impianto normativo, definendo “Fondo di Investimento Alternativo” l'organismo di investimento collettivo che raccoglie “capitali da una pluralità di investitori al fine di investirli in conformità di una politica di investimento ben definita a beneficio di tali investitori” e che non necessita di un'autorizzazione ai sensi della Direttiva UCITS IV”.

Avv. S. SAPIENZA, in “*Rivista di Diritto Bancario*”, GESTIONE COLLETTIVA DEL RISPARMIO, “*La Direttiva sui Gestori di Fondi di Investimento Alternativi (AIFMD): impianto normativo e impatto per l'industria italiana dei fondi*”, 2013.

“La disciplina sui gestori dei fondi cd. alternativi è stata recentemente oggetto di attenzione da parte del legislatore comunitario che ha emanato, in data 8 giugno 2011, la Direttiva 2011/61/UE (di seguito, anche, la “Direttiva”). Come suggerito dalla stessa rubrica della norma essa si preoccupa di disciplinare non tanto i fondi di investimento alternativi (di seguito, anche, “FIA”), a causa della grande eterogeneità degli stessi nei diversi Stati membri

di controllo e di gestione dei rischi interni agli intermediari e di promuovere, inoltre, l'uso di sistemi di valutazione alternativi ai *rating* delle agenzie; d) la *reliance* sui *rating* nelle operazioni di rifinanziamento delle banche presso le Banche centrali deve essere ridotta.

3.2.2 Le modifiche introdotte con il Reg (UE) n. 513/2011

Il Regolamento CE n. 1060/2009, sebbene abbia rappresentato un cambiamento epocale nella normativa europea, ha mostrato alcune debolezze.

È così che nel 2010 è stata presentata una modifica di tale Regolamento, approdando al Regolamento UE n. 513 del 2011. In particolare, quest'ultimo costituiva "il primo atto con il quale veniva superato il modello di responsabilità condivise tra autorità nazionali ed europee e venivano assegnati al livello sovranazionale poteri pieni e diretti sugli intermediari"¹¹⁹.

Il Regolamento CE n. 1060/2009, prevedeva un sistema di vigilanza basato su collegi delle autorità competenti dei singoli Stati membri, sebbene l'ultima decisione spettava comunque all'autorità competente dello Stato membro d'origine. La nuova normativa ha riguardato principalmente il tema della vigilanza, introducendo un modello di vigilanza centralizzata, unica delle agenzie di *rating* operanti nell'Unione Europea, che possa garantire un controllo efficiente ed efficace, nonché un'applicazione uniforme della normativa¹²⁰. Infatti, "la tradizionale distinzione tra l'autorità competente dello Stato membro d'origine e altre autorità

dell'Unione che ne renderebbe complicata l'armonizzazione (così il considerando 10 della Direttiva), bensì i gestori di questi ultimi (di seguito, anche, "GEFIA"). L'ambito applicativo della Direttiva è quindi limitato ai gestori dei FIA. Questi ultimi sono individuati "per differenza" come quei fondi che non siano Organismi di Investimento in Valori Mobiliari di cui alla Direttiva 2009/65/CE (la cd. "UCITS IV"), ovvero siano fondi speculativi (*hedge funds*), fondi di *private equity*, di venture capital, immobiliari, di materie prime, infrastrutturali e altri tipi di fondi istituzionali".

C. GHIELMI, in "Rivista di Diritto Bancario", FINANZA, "La Direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi", 2012.

¹¹⁹ M. PERASSI, *Verso una vigilanza europea. La supervisione delle agenzie di rating*, in "Analisi Giuridica dell'Economia", n. 2, 2012, p. 407.

Inoltre, era "contraddittorio (...) che le agenzie di *rating* fossero in grado di operare su tutto il territorio della Comunità europea, ma potessero essere assoggettate esclusivamente al controllo dello Stato membro dove venivano registrate".

L. DI DONNA, *op. cit.*, p. 195.

¹²⁰ REGOLAMENTO (UE) N. 513/2011 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO dell'11 maggio 2011 recante modifiche del regolamento (CE) n. 1060/2009 relativo alle agenzie di *rating* del credito. Dato che gli obiettivi del presente regolamento, ossia l'istituzione di un quadro di vigilanza efficiente ed efficace per le agenzie di *rating* del credito attraverso l'affidamento della vigilanza sulle attività di *rating* nell'Unione a un'autorità di vigilanza unica che fornisca un unico punto di contatto per le agenzie stesse e garantisca un'applicazione uniforme della normativa concernente le agenzie di *rating* del credito, non possono essere raggiunti in modo sufficiente a livello di Stati membri e possono pertanto essere meglio conseguiti a livello dell'Unione, a motivo della struttura e dell'impatto paneuropei delle attività di *rating* del credito sottoposte a vigilanza, l'Unione europea può intervenire in base al principio di sussidiarietà sancito dall'articolo 5 del trattato sull'Unione europea. Il presente regolamento si limita a quanto è necessario per conseguire tali obiettivi in ottemperanza al principio di proporzionalità enunciato nello stesso articolo.

competenti nonché l'uso di un coordinamento di tipo collegiale della vigilanza non costituiscono la struttura di vigilanza delle agenzie di rating del credito più adeguata”¹²¹.

Il Regolamento n. 513/2011 attribuisce, dunque, il controllo dell'attività di *rating* ad un'unica autorità europea di vigilanza: l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (AESFEM). In particolare, all' AESFEM viene attribuito il compito di curare la procedura di registrazione di un'agenzia di *rating*, fino all'eventuale revoca¹²². Inoltre, “il legislatore europeo, al fine di addivenire ad un congruo livello di accountability e di trasparenza operativa, ha previsto l'istituzione di un Central Repository (CEREP) presso detta Autorità. Funzione primaria di tale centrale informativa è quella di selezionare i dati relativi alle performance storiche delle agenzie sottoposte a registrazione e, al contempo, di rendere i risultati delle elaborazioni in questione pubblicamente visionabili mediante supporto telematico”¹²³.

3.2.3 Il nuovo Reg. (UE) n. 462/2013 e le prospettive attuali

Pur occupandosi del tema della vigilanza, il Regolamento UE n. 513 del 2011 non si è interessato alle altre problematiche, non pienamente soddisfatte, del Regolamento n. 1060 del 2009. Pertanto, si rese necessario un nuovo intervento da parte del legislatore europeo, che integrasse il quadro normativo già in vigore¹²⁴.

Il Regolamento n. 462 del 2013 prevede regole mirate ad accrescere l'efficienza delle agenzie di *rating*, a proteggere gli investitori e ad assicurare la trasparenza del mercato interno. Gli emendamenti apportati da detto Regolamento al Regolamento 1060/2009 riguardano: la disciplina degli assetti proprietari, la *governance*, i sistemi di controllo interno, i conflitti d'interesse, la responsabilità civile delle agenzie di *rating* e la normativa relativa alla diffusione di *outlook* e di *rating* sovrani.

¹²¹ Considerando n. 8.

¹²² Per approfondimenti sul punto si veda L. DI DONNA, *op. cit.*, pp. 218 e ss.

¹²³ A. TROISI, *op. cit.*, p.137.

¹²⁴ Il regolamento (CE) n. 1060/2009 del Parlamento europeo e del Consiglio (4) impone alle agenzie di *rating* del credito di rispettare le regole di condotta per attenuare possibili conflitti di interesse e di garantire che i *rating* del credito e il processo di *rating* siano di elevata qualità e sufficiente trasparenza. In base alle modifiche introdotte con il regolamento (UE) n. 513/2011 del Parlamento europeo e del Consiglio (5), l'Autorità europea di vigilanza (Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati) (AESFEM), istituita dal regolamento (UE) n. 1095/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio (6), ha il potere di registrare e di sottoporre a vigilanza le agenzie di *rating* del credito. Il presente regolamento integra il quadro normativo in vigore per le agenzie di *rating* del credito. Alcune delle questioni più importanti, quali i conflitti di interesse dovuti al cosiddetto modello “*issuer-pays*” e la pubblicazione di informazioni in merito agli strumenti finanziari strutturati, sono state affrontate e il quadro dovrà essere sottoposto a riesame una volta trascorso un termine ragionevole dalla sua entrata in vigore per verificare che lo stesso risolva completamente tali questioni. Nel frattempo, l'attuale crisi del debito sovrano ha evidenziato la necessità di rivedere i requisiti di trasparenza e procedurali, nonché la tempistica di pubblicazione inerenti in modo specifico ai rating sovrani. Considerando n. 1.

Le modifiche hanno riguardato “soprattutto la mancanza di una disciplina cogente della responsabilità delle agenzie di *rating*, l’insufficienza dei rimedi apprestati per affrontare il problema dei conflitti di interessi insiti nel modello *issuer pays*, nonché la mancanza di previsioni normative volte a ridurre l’eccessiva dipendenza (*over-reliance*) degli investitori e del sistema economico-finanziario nel suo complesso dai *rating* del credito.”¹²⁵

Diverse sono state le innovazioni apportate con la nuova normativa. Tra queste, circa l’eccessivo affidamento ai *rating* del credito (*over-reliance*), è stato introdotto un sistema gerarchico in cui troviamo, partendo dal basso, le istituzioni finanziarie, le competenti autorità nazionali di settore, le tre Autorità Europee di vigilanza (EBA, ESMA ed EIOPA) sull’attività delle agenzie di *rating* ed il Comitato Europeo per il rischio sistemico (CERS) e la Commissione UE¹²⁶. Per le prime, è prescritto di non affidarsi unicamente ed automaticamente, per la valutazione di un investimento, ai giudizi emessi dalle agenzie. Alle seconde, invece, è attribuito il compito di verificare l’adeguatezza delle procedure di valutazione del rischio *default* e l’utilizzo di riferimenti contrattuali ai *rating* adottati dai soggetti dalle stesse vigilati. Circa le tre Autorità Europee ed il Comitato Europeo per il rischio sistemico (CERS), a queste è richiesto di evitare di inserire, all’interno dei propri atti, riferimenti a quei *rating* dai quali possa conseguire un automatico affidamento da parte delle istituzioni finanziarie, delle competenti autorità nazionali di settore e degli operatori in generale, ristabilendo, se possibile, l’importanza delle valutazioni interne. In ultimo, per quanto riguarda la Commissione UE, è richiesto di continuare a verificare se i riferimenti ai *rating* determinano, o possono determinare, un affidamento unico o automatico da parte dei suddetti soggetti.

In materia di conflitti di interesse, al fine di evitare che si possano verificare situazioni di imparzialità da parte delle agenzie, in virtù di rapporti eccessivamente stretti con i soggetti

¹²⁵ E. DEPETRIS, *op. cit.*, p. 158.

¹²⁶ Sul punto si osserva che “il quadro autoritativo definito in ambito europeo, costituito da un network di autorità incaricate della vigilanza, denominato SEVIF, è finalizzato a “preservare la stabilità finanziaria, creare la fiducia nel sistema finanziario e garantire una sufficiente protezione dei consumatori dei servizi finanziari”. [...] l’impianto ordinatorio di tale costruzione si articola su due pilastri costituiti, il primo, dal Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS), con a capo il Presidente della BCE (incaricato di controllare e valutare i potenziali rischi per la stabilità finanziaria derivanti da processi macroeconomici) ed il secondo da tre nuove autorità europee (EBA, EIOPA ed ESMA) alle quali si affianca una rete di autorità nazionali che cooperano con esse. Pertanto, se l’intervento del CERS si compendia nell’emanazione di *inputs* e *guidelines* per la prevenzione dei rischi macrosistemici, quello dell’ EBA (cui è demandata la supervisione sul settore bancario) trova esplicazione in un apposito potere volto ad elaborare ed emanare standards di vigilanza; mentre, da ultimo, l’azione dell’ESMA e dell’EIOPA è volta a garantire rispettivamente la regolarità dei mercati finanziari e quella delle assicurazioni e delle pensioni (aziendali e professionali). L’efficacia dell’attività di supervisione svolta dal network di autorità incaricate della vigilanza risulta chiara ove si abbia riguardo al fatto che, per un verso, diviene ipotizzabile un comune impegno all’unificazione delle forme di controllo per tutti i gruppi *cross-border*, per altro, a livello micro prudenziale, gli interventi delle nuove autorità assumono, nella sostanza, un ruolo molto prossimo a quello di comitati di terzo livello ‘rafforzati’”.

F. CAPRIGLIONE, *MANUALE DI DIRITTO BANCARIO E FINANZIARIO*, Vicenza, CEDAM, 2015, pp. 107-108.

valutati, il regolatore europeo ha voluto potenziare le norme in materia di trasparenza, correttezza gestionale e indipendenza. Emblematica è stata l'introduzione di uno specifico obbligo di rotazione (*mandatory rotation*). A riguardo, è fatto obbligo di una regolare rotazione delle agenzie di *rating* registrate e che forniscono *rating* che possono essere utilizzati a fini regolamentari per le operazioni di ricartolarizzazione, secondo il modello *issuer-pays*. Infatti, tale obbligo, è volto proprio a far fronte ai rischi di conflitti di interesse che si possono configurare in questo modello, che incentiverebbe le agenzie ad emettere *rating* favorevoli all'emittente per assicurarsi una relazione d'affari duratura e profittevole con lo stesso. È l'efficienza stessa delle norme di rotazione che presuppone che le agenzie di *rating* siano tra loro indipendenti, distinte e autonome. L'obbligo di rotazione può generare benefici anche sotto il profilo della concorrenza: "l'alternanza fra *rater* ad intervalli regolari permette, infatti, la stipula di accordi contrattuali con diverse categorie di emittenti anche alle agenzie di piccole dimensioni, le quali possono in tal modo guadagnare quote di mercato e, al contempo, diminuire gradualmente il gap reputazionale che le differenzia dalle *big three* (i.e. Moody's, S&P e Fitch). Tali effetti positivi derivano, peraltro, anche da un ulteriore obbligo introdotto dal Regolamento in parola, vale a dire l'elaborazione di un *doppio rating* per tutti gli strumenti finanziari strutturati. Più in particolare, l'art. 8 *quarter* sancisce la necessità di una doppia valutazione da parte di due agenzie diverse ed indipendenti, di cui una contraddistinta da una quota di mercato non superiore al dieci per cento. Si vuole, in tal modo, incentivare i *rater* alla formulazione di giudizi accurati e veritieri e, al contempo, garantire che la valutazione di un'agenzia di piccole dimensioni abbia lo stesso valore (per gli emittenti e, in generale, per il sistema finanziario) di quella effettuata da una delle *big three*"¹²⁷.

Rilevante è la normativa in materia di *unsolicited rating* sul debito sovrano. I *rating* sovrani devono essere revisionati almeno ogni sei mesi e non possono riguardare un determinato gruppo di Paesi (neanche se la revisione ha ad oggetto *rating* già emessi), a meno che questi non siano accompagnati da relazioni sui singoli Paesi, che devono essere disponibili al pubblico. Qualsiasi forma di comunicazione pubblica, che non si identifichi con il *rating* riguardante potenziali modifiche dei *rating* sovrani, non deve fondarsi su informazioni relative al soggetto valutato che sono state divulgate senza il suo consenso, a meno che non si tratti di informazioni rinvenibili in fonti comunemente accessibili o che non vi siano legittimi motivi tali da giustificare il rifiuto dell'entità alla divulgazione. L'obiettivo è quello di evitare improvvisi shock di mercato.

¹²⁷ F. CAPRIGLIONE, *op. cit.*, p. 499.

Per concludere, in merito alla responsabilità civile delle agenzie di *rating*, va detto che il Regolamento n. 1060 del 2009, così come successivamente modificato dal Regolamento n. 462 del 2013 (Articolo 35 *bis*), individua le tipologie di violazioni per cui è possibile fare domanda di risarcimento del danno da parte degli investitori o degli emittenti che sono stati danneggiati dal *rating* emesso dalle agenzie. Tuttavia, bisogna dire che le agenzie rispondono solo per quelle violazioni dovute a dolo o colpa grave, nel momento in cui l'investitore dia prova di aver effettuato l'investimento/disinvestimento con la dovuta diligenza e facendo ragionevole affidamento sul *rating*; oppure, nel caso in cui l'emittente dia prova che egli stesso o i propri strumenti finanziari sono oggetto del giudizio dato dalle agenzie e che la violazione non è stata dovuta ad informazioni inesatte o fuorvianti, pubbliche o private, fornite dall'emittente all'agenzia di *rating*. L'onere della prova è posto in capo al danneggiato e, ferme restando le possibili maggiori tutele previste dagli ordinamenti giuridici nazionali, la responsabilità delle agenzie non può essere limitata o esclusa. Il diritto al risarcimento dei danni cagionati non esclude, comunque, l'applicazione delle sanzioni amministrative previste dal Regolamento n. 1060 del 2009¹²⁸.

¹²⁸ I *rating* del credito, emessi a fini regolamentari o meno, hanno un impatto significativo sulle decisioni di investimento e sull'immagine e l'attrattiva finanziaria degli emittenti. Pertanto, le agenzie di *rating* del credito hanno una grande responsabilità nei confronti degli investitori e degli emittenti nel garantire il rispetto del regolamento (CE) n. 1060/2009, affinché i *rating* del credito emessi siano indipendenti, oggettivi e di qualità adeguata. Tuttavia, gli investitori e gli emittenti non sempre si trovano in una posizione che consente loro di far valere la responsabilità delle agenzie di *rating* del credito nei propri confronti. Può risultare particolarmente difficile accertare la responsabilità civile di un'agenzia di *rating* del credito in mancanza di un rapporto contrattuale tra un'agenzia di *rating* del credito e, ad esempio, un investitore ovvero tra la stessa e un emittente nei cui confronti sia stato emesso un *rating* del credito senza che questi l'abbia richiesto. Gli emittenti possono incontrare difficoltà nel far valere la responsabilità civile delle agenzie di *rating* del credito nei loro confronti persino quando abbiano un rapporto contrattuale con l'agenzia interessata: ad esempio, il declassamento di un *rating* deciso sulla scorta di una violazione del regolamento (CE) n. 1060/2009 commessa intenzionalmente o per colpa grave può incidere negativamente sulla reputazione e sui costi di finanziamento di un emittente, che ne subisce pertanto un danno anche se non coperto da responsabilità contrattuale. È pertanto importante prevedere un adeguato diritto al risarcimento del danno per gli investitori che si sono ragionevolmente affidati a un *rating* del credito emesso in violazione del regolamento (CE) n. 1060/2009, nonché per gli emittenti che subiscono danni per via di un *rating* del credito emesso in violazione del regolamento (CE) n. 1060/2009. È opportuno che gli investitori e gli emittenti possano far valere la responsabilità delle agenzie di *rating* del credito per danni causati da una violazione di tale regolamento che abbia influito sul risultato del *rating*. Mentre gli investitori e gli emittenti che hanno un rapporto contrattuale con un'agenzia di *rating* del credito possono scegliere di intentare un'azione nei confronti di tale agenzia di *rating* del credito per responsabilità contrattuale, la possibilità di chiedere il risarcimento dei danni per una violazione del regolamento (CE) n. 1060/2009 dovrebbe essere prevista per tutti gli investitori e gli emittenti, indipendentemente dall'esistenza di un rapporto contrattuale tra le parti. (Considerando n. 32).

Occorre che le agenzie di *rating* del credito possano essere ritenute responsabili se violano intenzionalmente o per colpa grave gli obblighi imposti loro dal regolamento (CE) n. 1060/2009. Tale criterio di colpevolezza è appropriato in quanto l'attività di emissione di *rating* del credito comporta una certa valutazione di fattori economici complessi e l'applicazione di diverse metodologie può tradursi in risultati di *rating* differenti, senza che nessuno di essi possa essere considerato errato. Inoltre, è opportuno che le agenzie di *rating* del credito siano esposte a una responsabilità potenzialmente illimitata unicamente in caso di violazione intenzionale o per colpa grave del regolamento (CE) n. 1060/2009. (Considerando n. 33).

L'investitore o l'emittente che chiede il risarcimento dei danni per una violazione del regolamento (CE) n. 1060/2009 dovrebbe fornire informazioni precise e dettagliate che indichino che l'agenzia ha commesso tale violazione. È opportuno che ciò sia valutato dall'organo giurisdizionale competente, tenendo in considerazione che l'investitore o l'emittente può non avere accesso a informazioni che rientrano nella sfera dell'agenzia di *rating* del credito. (Considerando n. 34).

Ciò detto, sebbene le nuove disposizioni normative facciano emergere una chiara presa di posizione da parte delle istituzioni europee in merito alla stabilità ed efficienza del mercato comune; e sebbene abbiano posto le basi per un rafforzamento della regolamentazione dei mercati, “Deve evidenziarsi, tuttavia, che il tenore del Regolamento in esame appare di gran lunga inferiore alle aspettative desumibili dalla proposta che lo aveva preceduto. Permangono, infatti, molteplici dubbi circa l’effettiva utilità di talune disposizioni qui inserite, nella misura in cui sembra tuttora sussistere una discrasia interpretativa che caratterizza l’essenza di fondo dell’intero assetto disciplinare. Si ha riguardo, in particolare, al fatto che il legislatore da una parte tende ad incentivare gli operatori di mercato all’ “*under-reliance*” (mediante la predisposizione di metodologie interne di stima e di doppie valutazioni di *rating*) e dall’altra, sembra attribuire crescente rilevanza al *rating* delle agenzie specializzate (con particolare riguardo ai giudizi utilizzati per fini regolamentari)”¹²⁹. In tal senso emerge un’evidente contraddizione, nel momento in cui il legislatore europeo prevede che, nel valutare il rischio di credito, le banche, le imprese di investimento, le assicurazioni e gli investitori istituzionali non facciano affidamento unicamente ed automaticamente sui *rating*; e che le tre autorità di vigilanza europea nei settori bancario, mobiliare ed assicurativo, così come il Comitato europeo per il rischio sistemico, non facciano riferimento ai *rating* nell’ambito dei propri orientamenti, raccomandazioni e progetti di norme tecniche, se detti riferimenti possono potenzialmente indurre le autorità competenti o i partecipanti ai mercati ad affidarsi automaticamente ai *rating* del credito. La scelta del legislatore europeo di intervenire adottando una regolamentazione più stringente in materia di *rating* (andando, dunque, in direzione opposta a quella della deregolamentazione), ha fatto nascere diverse perplessità, portando a ritenere opportuno, per molti, il ritorno al *rating* come giudizio emesso da società private, che non vada a sostituire le valutazioni pubbliche da parte dei supervisori, così come le valutazioni autonome degli

Per quanto concerne gli aspetti in materia di responsabilità civile di un’agenzia di *rating* del credito non disciplinati o definiti dal presente regolamento, inclusi il nesso di causalità e il concetto di colpa grave, essi dovrebbero essere disciplinati dal diritto nazionale applicabile determinato in base alle pertinenti norme di diritto internazionale privato. In particolare gli Stati membri dovrebbero poter mantenere i regimi nazionali di responsabilità civile più favorevoli agli investitori o agli emittenti o non basati su violazioni del regolamento (CE) n. 1060/2009. È opportuno che l’autorità giudiziaria competente in merito a un’azione di responsabilità civile intentata da un investitore o un emittente sia determinata in base alle pertinenti norme di diritto internazionale privato. (Considerando n. 35)

È opportuno che l’obbligo per gli investitori istituzionali, compresi i gestori di investimenti, di effettuare le proprie valutazioni del merito di credito di attività non impedisca alle autorità giudiziarie di dichiarare l’esistenza di una responsabilità civile di un’agenzia di *rating* del credito che ha commesso una violazione del regolamento (CE) n. 1060/2009 per i danni cagionati ad un investitore. Il presente regolamento aumenterà le possibilità degli investitori di effettuare una propria valutazione del rischio, ma questi continueranno ad avere un accesso più limitato alle informazioni rispetto alle agenzie di *rating* del credito. Inoltre, i piccoli investitori in particolare possono non essere in grado di valutare criticamente un *rating* del credito fornito da un’agenzia di *rating* del credito. (Considerando n. 36).

REGOLAMENTO (UE) N. 462/2013 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 21 maggio 2013 che modifica il regolamento (CE) n. 1060/2009 relativo alle agenzie di *rating* del credito.

¹²⁹ A. TROISI, *op. cit.*, p. 139-140.

emittenti¹³⁰. È chiaro, dunque, che la regolazione adottata fin ora, volta a disciplinare l'attività delle agenzie di *rating* del credito, si sia concentrata soprattutto su misure di tipo pubblicistico che di stampo privato. L'attenzione posta dal legislatore verso i *rating* e le agenzie che li producono ha generato un cambiamento nella natura del *rating*. In particolare, "L'evoluzione del ruolo delle agenzie e del *rating* ha prodotto una distorsione del mercato e una torsione dell'originario significato. Il *rating* doveva esprimere esclusivamente un "parere", una "opinione" sul merito di credito di un emittente o di uno strumento finanziario, in un dato momento, messo a disposizione dell'investitore. Non è un caso che negli USA il *rating* sia ricondotto all'area della libertà di espressione garantita dal 1° emendamento della Costituzione, anche se questa qualificazione è ormai ampiamente in discussione. Anche la IOSCO definisce il *credit rating* come "an opinion", e in modo analogo si esprime, come più volte ricordato, il reg. n. 1060/2009 (art. 3, comma 1, lett. a). Pertanto l'attribuzione di un valore normativo al *rating* ne ha modificato l'originaria natura trasformandolo in una sorta di certificazione delle caratteristiche del soggetto o dello strumento finanziario. Si è così prodotta una certa ambiguità riguardo la qualificazione del *rating*. Ambiguità evidente nella stessa legislazione comunitaria dove, accanto ad una regolazione delle agenzie e delle modalità di elaborazione del *rating*, si mettono in guardia gli utilizzatori del *rating* dal fidarsi ciecamente in questo strumento data la ridotta affidabilità dimostrata nel quadro della crisi finanziaria (cons. 10, reg. 1060/2009)"¹³¹.

Nella stessa data in cui il Parlamento europeo e il Consiglio dell'Unione Europea hanno adottato il Regolamento UE n. 462 del 2013, sono stati adottati anche la direttiva 2013/14/UE, che

¹³⁰ D. MASCIANDARO, *Non oracoli solo opinioni*, in "Il Sole 24 Ore", 11 gennaio 2012, afferma che "Il *rating* deve tornare a essere semplicemente il giudizio di società private orientate al profitto sul merito di credito di emittenti, che non deve sostituire i giudizi autonomi degli emittenti, nonché soprattutto le valutazioni - quelle sì pubbliche - dei supervisor. Perché l'esistenza del *plus* non deve essere drogato o surrogato dalla regolamentazione, ma il più possibile nascere nel mercato e valutato dal mercato. Va riconosciuto che negli Stati Uniti questo è stato compreso in pieno: la legge Dodd Frank del 2010 ha espressamente vietato alla regolamentazione bancaria di affidarsi esclusivamente ai *rating* nel proprio disegno. I più arrabbiati per questa legge sono sembrati proprio i vigilanti, che sono stati costretti a riassumersi le proprie responsabilità, dovendo elaborare indicatori alternativi. I vigilanti - la Fed, l'Agenzia di assicurazione dei depositi e il dipartimento del Tesoro hanno borbottato e mugugnato per 18 mesi, ma alla fine qualcosa hanno concepito: tre indicatori di merito di credito, diversi dai *rating* delle società. È solo un timido inizio, ma almeno è qualcosa nella giusta direzione, come pure i tentativi di utilizzare direttamente indicatori di mercato, purché depurati dalla pro-ciclicità. Purtroppo la Ue ha scelto la strada della iper-regolamentazione. Il tema della responsabilizzazione degli attori, pur timidamente presente, finisce per essere poca cosa di fronte a un impianto in cui il dirigismo impera. Alle autorità nazionali di vigilanza e soprattutto alla neonata Autorità sui mercati finanziari (Esma) vengono dati poteri autorizzativi *ex ante* e certificativi *ex post* ampi e discrezionali. Come se le qualità dei *rating* delle società potesse essere stabilita per legge. Non solo. Alcune caratteristiche della normativa vanno addirittura nella direzione opposta a quella auspicabile della responsabilizzazione. Si pensi, ad esempio, all'obbligo che si vorrebbe imporre agli emittenti di ruotare le società di *rating*, con i relativi effetti sulla qualità e sul prezzo del *rating* opposte a quelle desiderabili. Oppure all'obbligo di inversione della prova - a danno delle società di *rating* - in caso di dispute con gli investitori, incentivando nelle società di *rating* la selezione avversa e negli investitori i comportamenti temerari".

¹³¹ L. AMMANNATI, *op. cit.*

modifica la direttiva 2003/41/CE¹³², la direttiva 2009/65/CE¹³³ e la direttiva 2011/61/UE¹³⁴. La modifica in questione ha riguardato la riduzione dell'incidenza di ogni riferimento ai *rating*, al fine di ridurre l'eccessivo affidamento a detti giudizi e andare, dunque, verso una normativa volta ad attenuare un ricorso esclusivo ed automatico ai *rating*. Tale obiettivo è perseguito sia a livello sovranazionale che nazionale. È fatto obbligo al gestore collettivo di adottare procedure interne di valutazione del rischio di insolvenza dei soggetti valutati che siano corrette, trasparenti ed adeguate.

Dunque, al fine di agire nel miglior interesse degli investitori e dell'integrità dei mercati, il gestore collettivo (OIRC), prima di effettuare operazioni di investimento o disinvestimento legate ad un certo livello di *rating*, è chiamato ad effettuare le necessarie procedure di *due diligence*. Ciò significa che il gestore, nello svolgimento delle proprie attività, deve effettuare una propria valutazione dei diversi rischi (tra cui: rischio di credito, di liquidità e di mercato) legati all'investimento stesso¹³⁵. L'intenzione è quella di ridurre il peso regolamentare del *rating* per arrivare alla sua eliminazione nel 2020.

¹³² Direttiva 2003/41/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 3 giugno 2003 relativa alle attività e alla supervisione degli enti pensionistici aziendali o professionali, in G.U.U.E. L 235/10 del 23 settembre 2003.

¹³³ Direttiva 2009/65/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 13 luglio 2009 concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM), in G.U.U.E. L 302/32 del 17 novembre 2009.

¹³⁴ Direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio dell'8 giugno 2011 sui gestori di fondi di investimento alternativi che modifica le direttive 2003/41/CE e 2009/65/CE e i regolamenti (CE) n. 1060/2009 e (UE) n. 1095/2010, in G.U.U.E. L 174/1 del 1° luglio 2011.

¹³⁵ In aggiunta, "la CONSOB ha formalmente richiamato l'attenzione dei gestori sul loro dovere di adottare, nell'interesse degli investitori e dell'integrità dei mercati, opportune misure che limitino l'utilizzo esclusivo o meccanicistico dei giudizi di *rating* nelle decisioni di investimento e disinvestimento. Tale obbligo generale si traduce, conformemente a quanto richiesto dalla nuova regolamentazione europea in materia di agenzie di *rating* del credito (c.d. CRA3) nell'obbligo del gestore collettivo di adottare corretti, trasparenti e adeguati processi interni di valutazione del merito di credito. Sotto questo aspetto, i primari riferimenti normativi sono la Direttiva 2013/14/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 21 maggio 2013 ed il Regolamento UE n. 462/2013 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 21 maggio 2013, che ha modificato il Regolamento (CE) n. 1060/2009 relativo alle agenzie di *rating* del credito. Il dispositivo della Comunicazione della CONSOB, inoltre, implica che gli istituti finanziari e gli investitori debbano applicare il rispetto del principio generale di agire sempre e comunque nel miglior interesse degli investitori e dell'integrità dei mercati. Ciò comporta che un gestore collettivo del risparmio, nell'esercizio della propria discrezionalità gestionale, prima di disporre l'esecuzione di operazioni di investimento o disinvestimento connesse a, ovvero dipendenti da, un certo livello di *rating* del credito o variazioni dello stesso, effettui le necessarie attività di *due diligence*".

A. PALETTA, *Dalla crisi del 2008 all'evoluzione normativa e regolamentare del rating*, in "Il Sole 24 Ore", 23 marzo 2017.

CAPITOLO IV

LA RESPONSABILITÀ DELLE AGENZIE DI RATING

NELLA GIURISPRUDENZA ITALIANA

4.1 La responsabilità civile delle agenzie di rating

Nella parte finale del capitolo precedente, con riferimento al Regolamento n. 462 del 2013, si è discusso della responsabilità civile delle agenzie di *rating*. Il termine responsabilità può essere definito come la "possibilità di prevedere le conseguenze del proprio comportamento e correggerlo stesso sulla base di tale previsione"¹³⁶.

L'attenzione posta dal legislatore sul tema della responsabilità civile delle agenzie di *rating* nasce dalla necessità di tutela del terzo investitore per i danni derivanti dalla trasmissione, da parte delle agenzie, di informazioni scorrette, false e incomplete, diversamente dall'impegno contrattualmente assunto da dette agenzie nei confronti dell'emittente, o che, per legge, grava su di esse nel caso di *unsolicited ratings*¹³⁷.

La responsabilità civile può riferirsi alle agenzie di *rating*, così come agli emittenti, gli investitori o i regolatori e può avere ad oggetto comportamenti quali, per esempio, il ricorso automatico al *rating*, la *corporate governance*, i modelli organizzativi interni, l'utilizzo in modo dannoso delle valutazioni, la ritardata introduzione di adeguate forme di normazione.

A propria difesa, le agenzie di *rating* fanno leva sul fatto che i giudizi dalle stesse emessi, riguardo al merito di credito degli emittenti o degli strumenti finanziari emessi, andrebbero considerati come semplici opinioni¹³⁸. In particolare, secondo le agenzie, il *rating* deve essere recepito come

¹³⁶ Tale definizione è data da N. ABBAGNANO, nel suo Dizionario di filosofia, Torino, 1971.

¹³⁷ Sul punto va detto che: "la responsabilità civile assolve (in ogni tempo e in ogni luogo) quattro funzioni fondamentali. Si indicano così: a) la funzione di reagire all'atto illecito dannoso, allo scopo di risarcire i soggetti ai quali il danno è stato recato; b) la funzione di ripristinare lo *status quo ante* nel quale il danneggiato versava prima di subire il pregiudizio; c) la funzione di riaffermare il potere sanzionatorio (o "punitivo") dello stato; d) la funzione di "deterrente" per chiunque intenda compiere atti o svolgere attività da cui possano derivare effetti pregiudizievoli per i terzi".

G. ALPA, *La responsabilità civile. Principi*, Torino, Utet, 2010, pp. 159-160.

¹³⁸ Alla pagina <http://www.standardandpoors.com/aboutcreditratings/>, l'agenzia di *rating* Standard&Poor's da una spiegazione di cosa sono e cosa non sono i *rating* del credito: "Credit ratings are opinions about credit risk published by a rating agency. They express opinions about the ability and willingness of an issuer, such as a corporation, state or city government, to meet its financial obligations in accordance with the terms of those obligations. Credit ratings are also opinions about the credit quality of an issue, such as a bond or other debt obligation, and the relative likelihood that it may default. Ratings should not be viewed as assurances of credit quality or exact measures of the likelihood of default. Rather, ratings denote a relative level of credit risk that reflects a rating agency's carefully considered and analytically informed opinion as to the creditworthiness of an issuer or the credit quality of a particular debt issue".

una informazione di tipo giornalistico, ed esortano gli investitori ad effettuare anche delle proprie valutazioni sugli strumenti finanziari di interesse.

Sia la dottrina e la giurisprudenza statunitensi, sia quelle italiane, hanno spesso avallato la tesi secondo cui i *rating* costituiscono mere opinioni e, quindi, l'attività delle agenzie dovrebbe essere associata al diritto fondamentale della libertà di pensiero¹³⁹.

Nella proposta di modifica al Regolamento n. 1060 del 2009, il Parlamento europeo risponde positivamente al problema della responsabilità civile delle agenzie di *rating* del credito.

Come è stato evidenziato nelle pagine precedenti, nel tempo, il modello di autoregolamentazione delle agenzie di *rating*, così come le immunità che le hanno protette per anni, sono venuti meno attraverso un complesso processo di regolamentazione, tutt'ora oggetto di studio¹⁴⁰. I legislatori nazionali e sovranazionali dei diversi Paesi hanno affermato la necessità che anche le agenzie di *rating* debbano rispondere dei danni cagionati nell'esercizio della propria attività.

Il tema della responsabilità civile delle agenzie è stato affrontato per la prima volta negli Stati Uniti (questo sia perché le agenzie di *rating* sono nate ed hanno iniziato a svolgere la propria attività negli Stati Uniti, sia per le grandi dimensioni del mercato finanziario di questo Paese).

Nella giurisprudenza statunitense la responsabilità civile ha interessato "emittenti di strumenti finanziari che ritengono di essere stati danneggiati da *rating* (di solito *unsolicited*) formulati senza la dovuta perizia o addirittura con dolo. Il pregiudizio in questi casi è evidente: un downgrading di un precedente *rating* o un *low rating* può comportare minore capacità di raccolta di eventuali linee di credito o la necessità di provvedere ad accantonamenti di risorse a garanzia delle emissioni di strumenti finanziari. Le agenzie nelle vicende giudiziarie che le hanno coinvolte hanno controargomentato sostenendo che il *rating* non è altro che informazione finanziaria e non può

¹³⁹ La libertà di pensiero negli Stati Uniti e in Italia è sancita, rispettivamente, dal Primo Emendamento della Costituzione degli Stati Uniti d'America e dall'articolo 21 della Costituzione italiana. Stando al Primo Emendamento della Costituzione degli Stati Uniti: "Congress all make no law respecting an establishment of religion, or prohibiting the free exercise thereof; or abridging the freedom of speech or of the press; or the right of the people peaceably to assemble, and to petition the government for a redress of grievances"; mentre l'articolo 21 della Costituzione italiana sancisce che: "Tutti hanno diritto di manifestare liberamente il proprio pensiero con la parola, lo scritto e ogni altro mezzo di diffusione. La stampa non può essere soggetta ad autorizzazioni o censure. Si può procedere a sequestro soltanto per atto motivato dell'autorità giudiziaria nel caso di delitti, per i quali la legge sulla stampa espressamente lo autorizzi, o nel caso di violazione delle norme che la legge stessa prescriva per l'indicazione dei responsabili. In tali casi, quando vi sia assoluta urgenza e non sia possibile il tempestivo intervento dell'Autorità giudiziaria, il sequestro della stampa periodica può essere eseguito da ufficiali di polizia giudiziaria, che devono immediatamente, e non mai oltre ventiquattro ore, fare denuncia all'Autorità giudiziaria. Se questa non lo convalida nelle ventiquattro ore successive, il sequestro s'intende revocato e privo di ogni effetto. La legge può stabilire, con norme di carattere generale, che siano resi noti i mezzi di finanziamento della stampa periodica. Sono vietate le pubblicazioni a stampa, gli spettacoli e tutte le altre manifestazioni contrarie al buon costume. La legge stabilisce provvedimenti adeguati a prevenire e a reprimere le violazioni".

¹⁴⁰ Si osserva che "the scope of the Regulation - i.e. that ratings can only be used for regulatory purposes if they are issued by a registered credit rating agency ("CRA") - is a neat way of getting round the fact that ratings are essentially just opinions and as such, anyone could issue them (...). It also means that investors would be able to initiate direct legal actions against CRAs in respect of the ratings they give".

E. PARKER, *Regulation of Credit Rating Agencies in Europe*, in "Journal of International Banking and Financial Law", 2009, pp. 401 e ss.

pertanto generare un danno”¹⁴¹; inoltre, dette agenzie si appellano spesso al *Primo Emendamento* della Costituzione degli Stati Uniti, per dichiarare il loro supposto diritto fondamentale alla libera manifestazione di pensieri e di opinioni e, quindi, sottrarsi, impunemente, all’imputazione del fatto illecito, a meno che il danno non sia stato cagionato intenzionalmente¹⁴².

Si tratta del caso in cui l’agenzia ha consapevolmente approvato la pubblicazione di un *rating* falso o fuorviante, nonostante sia a conoscenza del fatto che gli elementi e i dati utilizzati nella formulazione del *rating* non erano corretti o erano incompleti¹⁴³. È tuttavia difficile ottenere il risarcimento¹⁴⁴. Infatti, l’investitore, che deve dar prova della condotta scorretta tenuta dall’agenzia per poter far fronte alle disposizioni del *Primo Emendamento*, il più delle volte non è in grado di confrontare le informazioni diffuse dalle agenzie con quelle reali riguardanti l’emittente o lo strumento finanziario oggetto di valutazione, così come non è in grado di rendersi conto dell’intenzione delle agenzie di voler comunicare informazioni false o fuorvianti¹⁴⁵.

Oltre ad appellarsi al *Primo emendamento*, le agenzie di *rating*, nel sostenere la loro difesa, hanno fatto leva sul fatto che i giudizi dalle stesse emessi non rappresentano raccomandazioni ad acquistare, vendere o detenere titoli.

¹⁴¹ P. GILA, M. MISCALI, *op. cit.*, pp. 158-159.

¹⁴² Sul punto va detto che “rating agencies have been effectively exempt from civil liability. With rare exception, rating agencies have not suffered damages from litigation even when they were negligent or reckless in issuing overly optimistic ratings. To some extent, the rating agencies’ success in avoiding liability is due to legislative policy, such as the explicit statutory exemption from liability under s. 11 of the Securities Act of 1933 or the limitations on private rights of action in the Credit Rating Agency Reform Act of 2006. But the exemption also is due to a handful of judicial decisions accepting the rating agencies’ assertion that ratings are merely “opinions”, which, under the First Amendment, should be afforded the same protection as opinions of publishers. The accountability of NRSROs has deteriorated so much that institutional investors now are vulnerable if they rely on credit ratings in making investment decisions”.

F. PARTNOY, *Rethinking Regulation of Credit-Rating Agencies: an Institutional Investor Perspective*, in “*Journal of International Banking Law and Regulation*”, 2010, pp. 188 e ss.

¹⁴³ In particolare, “La colpa è sottesa alla violazione del legittimo e significativo affidamento che i terzi ripongono nella corretta esecuzione della prestazione da parte degli attori del mercato e consiste, più specificamente, nell’inottemperanza a norme di settore, ovvero nella negligenza, nell’imprudenza o nell’imperizia nella diffusione delle informazioni economiche. La responsabilità deve essere ripartita tra i diversi intermediari informativi a seconda del ruolo da ciascuno di essi svolto e del grado di partecipazione alla erogazione e alla trasmissione delle informazioni inesatte, incomplete, o erronee. Tuttavia, le agenzie di *rating* devono essere distinte dagli altri operatori economici, anche e soprattutto sotto il profilo della responsabilità e del risarcimento dei danni, proprio perché esse sono in grado di creare negli investitori un maggiore e più convinto affidamento”.

L. DI DONNA, *op. cit.*, pp. 395-396.

¹⁴⁴ Secondo il *Dodd-Frank Act, Sec 933 (B)* “Exception”, “in the case of an action for money damages brought against a credit rating agency or a controlling person under this title, it shall be sufficient, for purposes of pleading any required state of mind in relation to such action, that the complaint state with particularity facts giving rise to a strong inference that the credit rating agency knowingly or recklessly failed”.

¹⁴⁵ Sul punto, si osserva che “There are continual calls from firms, governments, financial regulators and the press, to hold rating agencies accountable for their activities. Yet this broad demand for accountability has not had a great effect on how CRAs operate. Thus, empirically, there seems to be a persistent mismatch between demand and supply of accountability, an “accountability gap” (...). The accountability gap raises two questions. First, why do CRAs, which are private firms with no formal regulatory competencies, purportedly lack legitimacy? Second, why does the persistent demand for more legitimacy not translate into measures to boost the accountability of the CRAs?”

D. KERWER, *Holding Global Regulators Accountable: The Case of Credit Rating Agencies*, “*Working paper, School of Public Policy*”, University College London, 2004, p. 455.

Solo recentemente, “la giurisprudenza statunitense ha mostrato segnali di voler rimeditare l’orientamento tradizionale, manifestando scetticismo rispetto all’impunità usualmente riconosciuta dalle Corti alle agenzie di *rating*. Non solo la giurisprudenza statunitense ha sovente mandato le agenzie di *rating* esenti da responsabilità, ma viepiù il legislatore statunitense ha in passato introdotto delle norme che espressamente escludevano la responsabilità delle agenzie. In particolare, la *SEC Rule 436 (g)*, adottata nel 1982, prevedeva una deroga per i *rating* del credito emessi dalle NRSRO, i quali non venivano considerati parte di una dichiarazione di registrazione (*registration statement*), con conseguente inapplicabilità del regime di responsabilità di cui alla *Sec. 11* del *Securities Act* of 1933. (...) Tale norma è stata abrogata soltanto di recente, ad opera del *Dodd-Frank Act* del 2010. Ma, nonostante il *Dodd-Frank Act* abbia formalmente sancito la fine della irresponsabilità delle agenzie di *rating* per i danni dalle stesse cagionati, sul piano sostanziale non molto sembra essere cambiato”¹⁴⁶.

Come si è accennato nel capitolo precedente, a livello europeo, un primo tentativo in materia è stato fatto con l’emanazione del Regolamento CE n. 1060 del 2009. In particolare, il considerando n. 69 del testo afferma testualmente che: “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”.

Dunque, il Regolamento 1060/2009, nella sua versione originaria, non definisce delle specifiche norme sulla responsabilità civile delle agenzie di *rating*; semplicemente rinvia l’intervento in materia a quanto previsto dalle legislazioni dei singoli Paesi. Di conseguenza, il problema non viene affrontato direttamente dal legislatore europeo¹⁴⁷. Dal canto loro, invece, gli Stati membri della comunità hanno preso sotto gamba il problema della responsabilità civile delle agenzie di *rating*. Quanto detto, ha portato l’Unione Europea a rendersi conto della necessità di dettare delle norme più stringenti su questo tema.

La proposta di modifica del Regolamento 1060/2009, infatti, “prende atto che i *rating* del merito di credito, anche quando non emessi a fini regolamentari (dunque, anche al di fuori delle materie considerate dal Regolamento), hanno un impatto significativo sulle decisioni di investimento, e che ciò giustifica la responsabilità delle agenzie quando il mancato rispetto della disciplina regolamentare abbia dato origine a *rating* che non siano “indipendenti, oggettivi e di

¹⁴⁶ E. DEPETRIS, *op. cit.* pp. 206-207.

¹⁴⁷ Sul punto, “Stupisce che nell’ottica di una loro migliore tutela, con il reg n. 1060 del 2009, il legislatore comunitario abbia però omesso di disciplinare (almeno in via diretta) la responsabilità civile delle agenzie di *rating* nei confronti dei terzi investitori, limitandosi ad un pilatesco rinvio alle norme “della pertinente legislazione nazionale in materia”, così ché, eccezion fatta per quello francese, la fattispecie si presenta oggi non legislativamente tipizzata sia a livello comunitario che degli ordinamenti dei singoli Stati membri”.

P. SANNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, Napoli, Edizioni Scientifiche Italiane, 2011, p. 12.

qualità adeguata”. In mancanza di un rapporto contrattuale tra agenzia e investitori si ritiene pertanto importante prevedere a favore di questi ultimi un “adeguato diritto di ricorso” quando essi abbiano fatto affidamento sul *rating* ai fini delle proprie scelte di investimento, sì da consentire che sia risarcito “ogni danno” subito, e ciò per il mezzo di “azioni di responsabilità civile”. La complessità della attività svolta dalle agenzie giustifica peraltro che tale responsabilità venga fatta valere solo a fronte di violazioni commesse “intenzionalmente o per negligenza grave”, mentre per fornire agli investitori “un diritto di ricorso effettivo” si rileva che va prevista una parziale inversione dell’onere probatorio. Quanto ai casi di responsabilità civile per attività non rientranti nell’ambito del Reg. n. 1060/2009, si osserva che questi vanno disciplinati dal diritto nazionale applicabile, quale determinato in base alle “rilevanti norme di diritto internazionale privato”, e giudicati dalla autorità giudiziaria che risulta competente in virtù delle “norme rilevanti di competenza giurisdizionale internazionale”¹⁴⁸.

È così che, con il Regolamento UE n. 462 del 2013, è stato emendato il Regolamento 1060/2009, introducendo il nuovo titolo III *bis* (“Responsabilità civile delle agenzie di *rating* del credito”), interamente dedicato alla disciplina della responsabilità civile delle agenzie di *rating*.

All’ interno di questo *corpus* normativo, rileva il nuovo articolo 35-*bis*, recante disposizioni vincolanti in merito alla responsabilità civile delle agenzie di *rating*¹⁴⁹. Al primo paragrafo, comma 1, la normativa prevede che: “[s]e 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”. È comunque richiesta, al fine di ottenere il risarcimento del danno, la prova che l’investitore abbia fatto ragionevole affidamento nel giudizio di *rating* o, in ogni caso, la prova che l’investitore abbia utilizzato la dovuta diligenza nel decidere di “investire, detenere o cedere uno strumento finanziario oggetto del *rating* del credito” (par. 1, comma 2). L’investitore, o l’emittente, dovrà inoltre “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). Rispetto a quanto originariamente previsto dal Regolamento 1060/2009, in cui si stabiliva che “una agenzia di rating del credito commette una negligenza grave se disattende gravemente i doveri”, imposti dallo stesso Regolamento, e che “se l’investitore

¹⁴⁸ M. V. BENEDETTELLI, *La responsabilità civile delle agenzie di rating tra conflitti di leggi e conflitti di giurisdizioni*, in “*Analisi Giuridica dell’Economia*”, Fascicolo 2, dicembre 2012, p. 480.

¹⁴⁹ “Civil liability in this case is not primarily introduced to repair the damage done to the private investor. The objective is rather to deter rating agencies from providing false ratings. Precisely because CRAs fulfil important economic functions, there is a heightened need to sanction them when they violate regulatory rules. In other words, they must be deterred from publishing incorrect ratings. Imposing civil liability is an efficient method of deterrence. (...) One cannot properly understand the regime of rating agency civil liability without being clear about the fact that it serves a direct, regulatory function rather than a compensatory one”.

M. LEHMANN, *Civil Liability of Rating Agencies: An Insipid Sprout from Brussels*, in “*LSE Legal Studies Working Paper*”, n. 15, 2014, p. 4.

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" (art. 35-*bis*, par. 3 e 4, proposta di regolamento del 15 novembre 2011).

Ora, invece, è previsto soltanto 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" (art. 35-*bis*, par. 2, c. 1).

Tuttavia, l'onere della prova in capo all'investitore appare essere alleggerito dalla previsione successiva, secondo cui il giudice di ciascuno Stato membro, investito della controversia, nel valutare la sussistenza o meno di elementi informativi precisi e dettagliati relativi alla violazione di quanto prescritto dal Regolamento CE n. 1060 del 2009, deve tener conto del fatto che "l'investitore o l'emittente potrebbe non avere accesso a informazioni che rientrano puramente nella sfera dell'agenzia di *rating*" (art. 35-*bis*, par. 2, c. 2).

Le nuove disposizioni mantengono, invece, la limitazione ad una responsabilità per solo dolo o colpa grave che, tra l'altro, aveva già trovato giustificazione in sede di proposta di regolamento, in merito al fatto che "l'attività di emissione del *rating* del credito comporta una certa valutazione di fattori economici complessi e l'applicazione di diverse metodologie e può tradursi in risultati di *rating* differenti, senza che nessuno di essi possa essere considerato errato" (considerando n. 25 della proposta di regolamento del 15 novembre 2011).

Ciò nonostante, dalla lettura della norma, non emerge uno specifico riferimento ad una delle due tipologie di responsabilità (contrattuale o extracontrattuale); piuttosto, emerge la volontà del legislatore europeo di definire una disciplina omnicomprensiva¹⁵⁰, mettendo insieme tutti i possibili casi in cui può configurarsi una responsabilità civile delle agenzie di *rating* per i pregiudizi sorti da una valutazione scorretta; responsabilità che si configura sia nei confronti degli investitori che nei confronti degli emittenti, indipendentemente dall'esistenza tra questi e l'agenzia di un vincolo contrattuale.

Si osserva, però, che "Se da un lato l'adozione di una previsione normativa ampia, che disciplina ogni possibile ipotesi di responsabilità che può sorgere in capo al *rater*, a prescindere dal fatto che danneggiato sia un investitore o un emittente e qualsiasi sia il suo rapporto (contrattuale o extracontrattuale) con la società di *rating*, è meritoria, in quanto evita di lasciare lacune che potrebbero facilmente tradursi in ipotesi di irresponsabilità delle agenzie, dall'altro la creazione di

¹⁵⁰ Ciò a dire che "le fattispecie d'illecito create dal legislatore europeo assicurano il medesimo, uniforme, trattamento per i danni derivanti dall'esercizio di determinate attività, indipendentemente dall'esistenza o meno di un precedente rapporto obbligatorio tra l'agente e il danneggiato, al quale, sia esso contraente ovvero terzo, viene comunque assicurata una tutela uniforme".

E. BELLISARIO, *Certificazioni di qualità e responsabilità civile*, Milano, Giuffrè, 2011, pp. 237 e ss.

una responsabilità (per così dire) “ibrida”, contrattuale ed extracontrattuale insieme, regolata da un’unica disciplina, non può non sollevare perplessità; perplessità che aumentano ove si effettui la comparazione tra la tutela che viene apprestata al danneggiato dalla disciplina europea e la tutela che viene (o dovrebbe essere) apprestata al danneggiato dalla disciplina di diritto interno”¹⁵¹. Sebbene, dunque, la normativa sembra dettare un’unica disciplina, considerando insieme una responsabilità sia contrattuale che extracontrattuale, permangono dei dubbi circa la riferibilità dell’art. 35-*bis*.

In particolare, ci si chiede se le disposizioni di detto articolo non si riferiscano, in realtà, al solo caso di responsabilità aquiliana. È chiaro, infatti, che il legislatore europeo non avrebbe avuto motivo di disciplinare anche i casi di responsabilità da inadempimento delle agenzie di *rating*, dal momento che, poiché tali casi ricadono nella disciplina generale della responsabilità contrattuale, non emergono problemi di tutela della parte offesa.

La regolamentazione comunitaria, di diretta applicazione, costituisce un’ottima cornice per la disciplina nazionale in materia di *rating*.

In Italia non vi è una specifica normativa che disciplini l’attività delle agenzie di *rating* del credito; sono presenti solo interventi sporadici e frammentari¹⁵². Dunque, in mancanza di una regolamentazione che disciplini in modo specifico la responsabilità civile delle agenzie di *rating*, la giurisprudenza si ritrova a dover ricostruire detta responsabilità sulla base di quelli che sono i principi generali del diritto civile e attraverso il confronto dei diversi casi di possibile responsabilità civile delle agenzie, che vengono a palesarsi, con i tipi di responsabilità relativi agli altri soggetti che operano nei mercati finanziari, sebbene tale confronto sia alquanto difficile, vista

¹⁵¹ E. DEPETRIS, *op. cit.*, p. 357.

¹⁵² Tra le disposizioni che richiamano il settore oggetti di analisi, per esempio, “vige la normativa avente a oggetto le operazioni di cartolarizzazione (legge n. 130 del 30 aprile 1999), in cui è previsto che nel caso in cui i titoli oggetto delle operazioni di cartolarizzazione (*asset backed securities*) siano offerti a investitori non professionali, l’operazione debba essere sottoposta alla valutazione di merito del credito da parte di operatori terzi, ossia le agenzie di *rating*. Così, un altro tassello è costituito dalla disciplina di attuazione delle regole sul capitale delle banche introdotte con l’Accordo di Basilea II, dove si stabilisce (comma 2-bis dell’art. 53 del tub) che le disposizioni emanate dalla Banca d’Italia debbano prevedere per la valutazione dei rischi agli effetti del calcolo dei requisiti patrimoniali prescritti per l’esercizio dell’attività bancaria, che le banche possano utilizzare, tra l’altro, le valutazioni del rischio di credito rilasciate da società o enti esterni, i quali siano in possesso dei requisiti, anche di competenza tecnica e di indipendenza, stabiliti dalla stessa Banca d’Italia, che disciplina anche le modalità di accertamento di tali requisiti (Ecai). Le società di *rating* e i loro giudizi svolgono un ruolo decisivo nel calcolo del patrimonio di vigilanza bancario. Per quanto riguarda un ulteriore frammento legislativo, occorre richiamare la normativa interna di recepimento della normativa comunitaria in materia di “abusi di mercato”; in particolare l’art. 114, comma 8, del tuf e, in sua attuazione, l’art. 69-*decies* del regolamento Consob 11971 sugli emittenti. In un primo momento la disposizione richiamava le agenzie di *rating*, ma successivamente il riferimento venne eliminato. Attualmente vi è un disegno di legge per inserire nuovamente l’estensione applicativa alle società di *rating*. La disciplina legislativa (legge comunitaria 2004) di attuazione della direttiva n. 2003/6/CE in materia di abusi di mercato aveva riformulato il comma 8 dell’art. 114 del tuf introducendo, per i soggetti che producono o diffondono ricerche o valutazioni riguardanti strumenti finanziari o gli emittenti di tali strumenti e per i soggetti che producono o diffondono altre informazioni che raccomandano o propongono strategie di investimento destinate ai canali di divulgazione o al pubblico, l’obbligo della corretta presentazione delle informazioni, accanto a quello già esistente della trasparenza dei conflitti di interesse. La formulazione normativa introdotta annoverava espressamente tra i destinatari dei precetti citati anche le società di *rating*”.

P. GILA, M. MISCALI, *op. cit.*, pp. 153-154.

la diversa natura di questi soggetti. Di conseguenza, il regolamento della responsabilità civile delle agenzie di *rating* è lasciato all'ordinaria disciplina del diritto privato.

Negli ultimi anni, infatti, nel ricercare una disciplina di riferimento per la responsabilità (sia contrattuale che precontrattuale ed extracontrattuale) delle agenzie di *rating*, la giurisprudenza italiana ha avvicinato la figura del *rater* a quella del professionista intellettuale, chiedendosi se la disciplina in materia di responsabilità prevista per il professionista intellettuale possa essere applicata anche al *rater*. Ci si chiede, inoltre, se il *rater* possa ritenersi responsabile anche in caso di colpa semplice, o se debba configurarsi necessariamente una colpa grave. In ogni caso, è opinione condivisa quella secondo la quale la responsabilità del *rater* debba rientrare (indipendentemente dal fatto che si tratti di responsabilità contrattuale, precontrattuale o extracontrattuale) nell'area della responsabilità per informazioni inesatte.

La diretta applicabilità dei regolamenti europei nell'ordinamento dei singoli Stati membri determina che l'investitore offeso possa direttamente fare ricorso al rimedio risarcitorio previsto in ciascuno Stato. È, dunque, necessario individuare quali possano essere le disposizioni dell'ordinamento nazionale italiano a cui l'investitore può appellarsi e se queste si riconducano a quanto previsto dall'art. 35-*bis*, introdotto dal Regolamento UE n. 462/2013.

Come si è detto, fino all'introduzione dell'art. 35-*bis*, nell'ordinamento italiano non vi erano specifiche norme in materia di risarcibilità del danno derivante dall'emissione di *rating* falsi o fuorvianti. Semplicemente, la dottrina giuridica italiana ha cercato di ricondurre la figura delle agenzie di *rating* a soggetti per cui era già prevista una disciplina per la risarcibilità del danno. Tuttavia, la dottrina e la gran parte della giurisprudenza italiane hanno riconosciuto che le agenzie di *rating* del credito possono essere chiamate, a diverso titolo, a rispondere del danno cagionato, con l'emissione dei loro giudizi, agli investitori e agli emittenti.

4.1.1 Responsabilità nei confronti degli investitori

Come detto in precedenza, gli investitori fanno affidamento sui giudizi emessi dalle agenzie di *rating*, in base ai quali effettuano le proprie scelte di investimento, disinvestimento o mantenimento. Tra questi operatori, il giudizio in questione ha un'importanza fondamentale soprattutto per gli investitori *retail*. Infatti, gli investitori professionali, in virtù del loro *status*, hanno maggiore possibilità, grazie alle loro conoscenze e competenze, di comprendere i meccanismi dei mercati finanziari.

Gli investitori sono gli utilizzatori finali dei *rating*, è dunque possibile che, in caso di emissione di un *rating* falso o errato da parte delle agenzie, si configuri una responsabilità civile delle stesse nei confronti degli investitori. In particolare, "la dottrina prevalente ricollega l'eventuale

responsabilità del *rater* all'emersione (in capo agli investitori) di un pregiudizio derivante dalla circolazione (e conseguente utilizzo) di informazioni inesatte. Viene meno, pertanto, la specifica tutela che dovrebbe essere garantita agli operatori economici che interagiscono con le agenzie specializzate (seppur in assenza di uno specifico legame contrattuale); sicché gli interessi dei primi finiscono, sul piano delle concretezze, con l'essere sacrificati a causa di comportamenti (delle agenzie) contrastanti con le finalità per cui il *rating* dovrebbe essere utilizzato. Tali interessi, (...) si concretizzano nella disponibilità di un bagaglio conoscitivo (il più possibile) aderente alla realtà fattuale¹⁵³.

Tra i casi in cui la diffusione di un *rating* scorretto può arrecare un danno agli investitori, che vi hanno fatto affidamento nel decidere come agire rispetto ad uno strumento finanziario, quello più comune è il caso in cui questi ultimi decidono di acquistare un certo titolo in virtù di un *rating* elevato attribuito allo stesso dall'agenzia, ma che in realtà non riflette il reale merito di credito del titolo. In questo caso, l'investitore, che ha fatto affidamento su un *rating* eccessivamente favorevole che lo ha portato ad acquistare il titolo, si ritrova ad aver eseguito un'operazione che probabilmente non avrebbe effettuato se il *rating* assegnato al titolo fosse stato più basso. È chiaro che si può verificare anche il caso opposto, ovvero quello secondo cui l'agenzia attribuisce ad un certo strumento finanziario un *rating* più basso, e, quindi, che riflette un maggiore rischio di insolvenza dello strumento rispetto a quello che realmente rispecchierebbe la solvibilità del titolo. In tal caso, può succedere che l'investitore decida di non effettuare l'acquisto del titolo.

Si tratta, dunque, 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. In tal caso, pertanto, l'evento di danno lamentato sarebbe rappresentato dal guadagno che l'investitore, invece, avrebbe ricavato ponendo in essere l'investimento”¹⁵⁴.

Altro possibile caso che può configurarsi è quello secondo cui un investitore ha deciso di vendere un titolo in seguito al declassamento ingiustificato del suo *rating*.

Ancora, può succedere che un investitore decida di mantenere un titolo, acquistato in precedenza, nel proprio portafoglio di investimento, in virtù di un *rating* positivo che rimane tale

¹⁵³ A. TROISI, *op. cit.*, pp. 187-188.

Sul punto, “va tenuto presente che il richiamo alla responsabilità per informazioni inesatte si fonda sul rilievo ascrivibile al riconoscimento delle procedure di registrazione che le agenzie di *rating* sono tenute ad attuare presso l'Esma (sulla base della regolamentazione europea recata dal Reg. (CE) n. 1060/2009, così come modificato dal Reg.(UE) n. 513/2011). Ed invero, tali procedure conferiscono alle agenzie la possibilità di assumere il particolare *status* giuridico di operatore professionale (riferibile alla produzione di informazioni destinate ad un indeterminato pubblico di soggetti), donde lo stretto nesso tra l'adempimento degli obblighi imposti dalla richiamata regolazione UE e la specificità di detta forma di imputazione”. A. TROISI, *op. cit.*, pp. 190-191.

¹⁵⁴ G. FACCI, *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, in “*Contratto e impresa*”, 2008, p. 178.

dall'acquisto, a causa di una mancata revisione da parte dell'agenzia, sebbene il rischio di insolvenza dell'emittente sia aumentato.

I casi appena citati si possono venire ad inserire tanto nell'ambito di una responsabilità contrattuale quanto in quello di una responsabilità extracontrattuale, a seconda del tipo di rapporto che l'agenzia ha con l'investitore.

In considerazione dell'importante ruolo che rivestono le agenzie di *rating* nei mercati finanziari, il danno dalle stesse arrecato agli investitori non può che configurarsi come danno di tipo patrimoniale, in conseguenza di un mancato profitto da parte dell'investitore.

Ritenere che la disciplina sancita dall'art. 2043 c.c.¹⁵⁵ sia sufficiente per far fronte al problema oggetto d'analisi, solo perché non esiste un vincolo contrattuale diretto tra agenzia e investitore, non è del tutto corretto. Infatti, dal momento che il danno dell'investitore è conseguenza di un contratto, invece, diretto tra agenzia ed emittente (che richiede la valutazione del proprio merito di credito), la responsabilità extracontrattuale dell'agenzia di *rating* non si presenta essere sufficiente alla tutela di terze parti.

Sul punto è utile fare “due considerazioni: i) in primo luogo, la giurisprudenza (sia di merito che di legittimità) ha riconosciuto il ricorrere di ipotesi di responsabilità da contatto sociale qualificato anche rispetto a fattispecie in cui l'impatto relazionale è minimo e non vi è alcun coinvolgimento (per così dire) “fisico” dei soggetti coinvolti (si pensi alla responsabilità da contatto sociale della banca per pagamento illegittimo di assegno non trasferibile o di bonifico bancario); ii) in secondo luogo, la registrazione appare idonea a traslare la responsabilità del *rater* dal campo della responsabilità in *incertam personam* (tipica del paradigma aquiliano) al campo della responsabilità in *certam personam* (tipica del paradigma contrattuale), in quanto l'investitore, fornendo i dati richiesti all'atto della registrazione, rende nota e potenzialmente conoscibile al professionista la sua identità (l'agenzia di *rating* non si trova rispetto al soggetto leso nella posizione del “passante” o del *quisque de populo*, che risponde verso un danneggiato indeterminato e indeterminabile prima del verificarsi dell'evento lesivo; il fatto che il *rater* non conosca singolarmente e personalmente ciascuno degli utenti registrati in ragione del loro numero elevato non sposta (...) i termini della questione, avendo comunque il medesimo a disposizione le informazioni necessarie per l'identificazione della propria controparte contrattuale)”¹⁵⁶.

¹⁵⁵ La responsabilità extracontrattuale, anche detta “aquiliana”, si configura nel caso in cui un soggetto viola non già un dovere specifico, derivante da un preesistente rapporto obbligatorio (in tal caso si ricade nell'area della responsabilità contrattuale), bensì un dovere generico, “*neminem laedere*”. La norma di riferimento della responsabilità aquiliana è quella di cui all'art. 2043 del codice civile, che recita: “qualunque fatto doloso o colposo che cagiona ad altri un danno ingiusto, obbliga colui che ha commesso il fatto a risarcire il danno”. La norma, dunque, individua il fondamento di tale responsabilità in “qualunque fatto doloso o colposo che cagiona ad altri un danno ingiusto”. In virtù della genericità del testo normativo, la dottrina considera tale disposizione come una clausola generale dell'ordinamento, che si realizza attraverso la cosiddetta atipicità dell'illecito civile. Di conseguenza spetterà all'autorità giudiziaria verificare la sussistenza di tutti gli elementi individuati dall'art. 2043 del c.c.

¹⁵⁶ E. DEPETRIS, op. cit., pp. 234-235.

Dunque, nonostante l'assenza di un vincolo contrattuale tra l'agenzia di *rating* e l'investitore danneggiato che immediatamente porterebbe a ricercare la tutela di quest'ultimo nell'ambito della responsabilità contrattuale, non si può ritenere che vi sia una totale estraneità tra i due soggetti in causa; infatti, in realtà, sussiste già un obbligo di attenzione di un soggetto verso l'altro. In un tale contesto, il rapporto tra l'agenzia e l'investitore si creerebbe per la partecipazione di entrambi alle negoziazioni nei mercati finanziari. In aggiunta, c'è da dire che la responsabilità dell'agenzia non può neanche configurarsi come responsabilità da inadempimento in senso stretto, dal momento che, nel caso in esame, non si ha una prestazione dovuta da parte dell'agenzia all'investitore. Si osserva, invece, che, più correttamente, la responsabilità dell'agenzia viene a collocarsi tra responsabilità aquiliana e responsabilità contrattuale.

Sul tema della responsabilità contrattuale delle agenzie di *rating* del credito, va detto che, in generale, la relativa disciplina si applica all'inadempimento di qualsiasi obbligazione, anche se di natura non contrattuale. Di conseguenza, la distinzione tra responsabilità contrattuale e responsabilità extracontrattuale si rinviene, in realtà, nella distinzione fra l'inadempimento di un'obbligazione e la violazione di un dovere assoluto (atto illecito in senso stretto).

Nel caso di illecito extracontrattuale, invece, di norma è la parte offesa a dover provare la colpa del danneggiante, ai sensi dell'art. 2697¹⁵⁷ c.c.; in caso di inadempimento spetta al soggetto inadempiente l'onere di provare che l'inadempimento sia dipeso da circostanze delle quali egli non è tenuto a rispondere, questo ai sensi dell'art. 1218 del c.c.¹⁵⁸.

¹⁵⁷ L'art. 2697 recita: "Chi vuol far valere un diritto in giudizio deve provare i fatti che ne costituiscono il fondamento (1). Chi eccepisce l'inefficacia di tali fatti ovvero eccepisce che il diritto si è modificato o estinto deve provare i fatti su cui l'eccezione si fonda". Note: (1) l'onere di provare un fatto è a carico del soggetto che invoca proprio quel fatto a sostegno della propria tesi (*onus probandi incumbit ei qui dicit*): il soggetto che vuole far valere in giudizio un diritto deve, dunque, dimostrare i fatti costitutivi che lo hanno originato. Ad esempio, un soggetto che reclami l'osservanza da parte di un secondo soggetto di un certo contratto, dovrà dimostrare l'avvenuta stipula dello stesso, esibendone l'avvenuta scrittura, o ancora, colui che vanta una pretesa risarcitoria di natura extracontrattuale dovrà dar prova della lesione del generale principio del "*neminem laedere*", tutelato dall'art. 2043. È, dunque, necessaria la dimostrazione del fatto costitutivo del danno, dell'entità di quest'ultimo e dell'esistenza dell'elemento psicologico. Ad esempio, la vittima di un tamponamento avrà l'onere di dimostrare, in aggiunta al fatto in sé considerato, anche la presenza di un elemento soggettivo di responsabilità (che possa essere fatto risalire almeno al grado della colpa), in capo a chi ha causato il sinistro, provando la non osservanza delle regole del codice stradale; (2) a carico del soggetto che contesta la rilevanza di tali fatti in giudizio vi è, invece, l'onere di dimostrarne l'inefficacia, o dar prova di eventuali altri fatti che abbiano modificato o fatto venir meno il diritto vantato, chiamati, rispettivamente, fatti impeditivi, modificativi ed estintivi.

Di conseguenza, con riferimento all'esempio della nota precedente, in merito all'osservanza delle norme contrattuali, il convenuto dovrà dimostrare l'invalidità del contratto (fatto impeditivo), oppure che, ad esempio, è intervenuto un patto di proroga nel termine di adempimento (modificativo), o ancora che è intervenuta una risoluzione consensuale del contratto (estintivo).

¹⁵⁸ L'art. 1218 del c.c. recita: "il debitore che non esegue esattamente la prestazione dovuta è tenuto al risarcimento del danno, se non prova che l'inadempimento o il ritardo è stato determinato da impossibilità della prestazione derivante da causa a lui non imputabile". A questa norma si affianca l'art. 1228 c.c. in base al quale il debitore che nell'adempimento dell'obbligazione si avvale dell'opera di terzi, risponde anche dei fatti dolosi o colposi di costoro. Infatti, spesso la colpa del debitore non è ravvisabile nella scelta e nel controllo sugli ausiliari di cui lo stesso si avvale. Di conseguenza, la responsabilità del debitore non è fondata sulla colpa, ma sull'idea che egli deve garantire per l'operato dei suoi ausiliari. Il comportamento di questi ultimi è valutato come se la prestazione fosse stata eseguita dal debitore. Dunque, il creditore non ha azione contro gli ausiliari, perché non obbligati nei suoi confronti. Lo potrà fare solo se il loro fatto dannoso è configurabile come illecito extracontrattuale.

Nell'azione per il risarcimento del danno derivante da una responsabilità di tipo contrattuale, l'onere della prova è ripartito tra creditore e debitore. In particolare, il creditore che agisce per la risoluzione del contratto, per il risarcimento del danno, o per l'adempimento è chiamato soltanto a dar prova della fonte del suo diritto e del relativo termine di scadenza, allegando la circostanza dell'inadempimento della controparte; sul debitore, invece, grava l'onere di provare il fatto estintivo dell'altrui pretesa, e cioè l'avvenuto adempimento. In caso di inesatto adempimento, al creditore è richiesta la mera allegazione dell'inesattezza dell'adempimento, mentre, anche in questo caso, il debitore è gravato dall'onere di dar prova dell'avvenuto adempimento¹⁵⁹.

Com'è stato più volte evidenziato, vista l'estrema complessità e delicatezza dell'attività di attribuzione del *rating* da parte delle agenzie, non è detto che si configuri necessariamente alcun tipo di responsabilità delle stesse nei confronti dell'investitore, nel momento in cui, a seguito dell'attribuzione del *rating*, dovesse essere accertato che il giudizio sul merito di credito di un emittente o di uno strumento finanziario non corrisponda a realtà.

A questo punto, ci si chiede "quale sia il canone di diligenza al quale il *rater* deve improntare lo svolgimento della propria attività. Coloro che sono chiamati ad assegnare i *rating* (gli analisti) sono professionisti, soggetti esperti dotati di particolari competenze. Ne consegue che la diligenza richiesta nell'esercizio di tale attività non sarà quella ordinaria del buon padre di famiglia (art. 1176, comma 1, c.c.), bensì la (più elevata) diligenza professionale dovuta con riguardo alla natura dell'attività svolta (art. 1176, comma 2, c.c.). la diligenza richiesta all'agenzia sarà, dunque, la diligenza ordinaria del buon professionista, e cioè la diligenza normalmente adeguata in ragione del tipo di attività e alle relative modalità di esecuzione; lo standard di riferimento sarà la perizia normale della categoria. Inoltre, essendo l'attività di classamento del merito creditizio riconducibile alla categoria della prestazione d'opera intellettuale, troverà applicazione la norma

¹⁵⁹ In sostanza, "il creditore, sia che agisca per l'adempimento, per la risoluzione o per il risarcimento del danno, deve dare la prova della fonte negoziale o legale del suo diritto e, se previsto, del termine di scadenza, mentre può limitarsi ad allegare l'inadempimento della controparte: sarà il debitore convenuto a dover fornire la prova del fatto estintivo del diritto, costituito dall'avvenuto adempimento. (...) Eguale criterio di riparto dell'onere della prova deve ritenersi applicabile nel caso in cui il debitore, convenuto per l'adempimento, la risoluzione o il risarcimento del danno da inadempimento, si avvalga dall'eccezione di inadempimento di cui all'art. 1460 c.c. per paralizzare la pretesa dell'attore. In tale eventualità i ruoli saranno invertiti. Chi formula l'eccezione può limitarsi ad allegare l'altrui inadempimento: sarà la controparte a dover neutralizzare l'eccezione, dimostrando il proprio adempimento o la non ancora intervenuta scadenza dell'obbligazione a suo carico (...). Le richiamate esigenze di omogeneità del regime probatorio inducono ad estendere anche all'ipotesi dell'inesatto adempimento il principio della sufficienza dell'allegazione dell'inesattezza dell'adempimento (per violazione di doveri accessori, come quello di informazione, ovvero per mancata osservanza dell'obbligo di diligenza, o per difformità quantitative o qualitative dei beni), gravando anche in tale eventualità sul debitore l'onere di dimostrare l'avvenuto esatto adempimento. (...) Una eccezione all'affermato principio va invece ravvisata nel caso di inadempimento di obbligazioni negative. Ove sia dedotta la violazione di una obbligazione di non fare, la prova dell'inadempimento è sempre a carico del creditore, anche nel caso in cui agisca per l'adempimento".

CASSAZIONE CIVILE, sez. un., 30 ottobre 2001, n. 13533, Pres. Vela - Rel. Preden - P.M. Iannelli (diff.) - Gallo (avv. Arceri), c. Centro Culturale Latino Americano El Charango, *Inadempimento e onere della prova: le Sezioni Unite compongono un contrasto e ne aprono un altro*, in "CORRIERE GIURIDICO", n. 12, 2001, p. 1568.

di cui all'art. 2236 c.c., per cui se la prestazione implica la soluzione di problemi tecnici di speciale difficoltà, il prestatore d'opera non risponde dei danni, se non in caso di dolo o di colpa grave"¹⁶⁰. Tale limitazione di responsabilità trova applicazione anche nel caso di responsabilità extracontrattuale.

La forma societaria delle agenzie di *rating* non costituisce ostacolo all'applicabilità dell'art. 2236 c.c. . E' importante, comunque, tener conto del fatto che detta norma non rileva ai fini della ripartizione dell'onere della prova, rimanendo in capo al creditore (l'investitore) l'onere di dar prova della sussistenza del contratto, nonché di allegare il relativo inadempimento o un adempimento improprio; spetterà, invece, al professionista (l'agenzia di *rating*) dar prova della complessità della prestazione di cui trattasi.

Ciò detto, si indaga su quali siano i casi in cui all'agenzia di *rating* può essere attribuita una responsabilità di tipo contrattuale, per inadempimento o inesatto adempimento.

In virtù del fatto che l'attività di definizione del giudizio da parte delle agenzie è tutt'altro che semplice e che si è concordi sul fatto che queste valutazioni abbiano natura di mera opinione, per cui un investitore non dovrebbe fare totale affidamento sulle stesse, l'agenzia può ritenersi responsabile sotto il profilo della scelta dei professionisti impiegati. Si deve trattare, infatti, di soggetti esperti, che posseggano le opportune conoscenze e competenze; che operino al meglio e in modo neutrale e indipendente, così da evitare il sorgere di conflitti di interesse; che utilizzino, per le proprie analisi, informazioni complete ed aggiornate; e che effettuino una revisione continua dei *rating* emessi, aggiornandoli se necessario.

In mancanza di un vincolo negoziale tra agenzia e investitore, si ricade nell'area della responsabilità extracontrattuale, disciplinata dall'art. 2043 del c.c. . È proprio l'assenza di un vincolo contrattuale che porta i più a far rientrare la responsabilità dell'agenzia nell'ambito della responsabilità aquiliana. Infatti, l'unico contratto esistente è quello tra agenzia ed emittente-

¹⁶⁰ E. DEPETRIS, *op. cit.*, p. 239. L'art. 1176 c.c. recita: "Nell'adempiere l'obbligazione il debitore deve usare la diligenza del buon padre di famiglia (1). Nell'adempimento delle obbligazioni inerenti all'esercizio di un'attività professionale, la diligenza deve valutarsi con riguardo alla natura dell'attività esercitata" (2). Note: (1) il concetto di diligenza è diverso dai concetti di correttezza o buona fede (si veda l'art. 1175 c.c.). Queste ultime impongono alle parti di tenere un comportamento corretto nell'esercizio della propria prestazione, ma non si riferiscono ad interessi specificamente predeterminati, riguardano semplicemente il rapporto obbligatorio nel suo complesso. La diligenza, invece, fa riferimento alle modalità di svolgimento della prestazione e impone al debitore di fare tutto quanto necessario per il soddisfacimento dell'interesse del creditore al corretto adempimento; (2) al secondo comma viene indicato il grado di diligenza richiesto al professionista, ad esempio al medico o all'avvocato. parte della dottrina ritiene che tale comma esprima un principio di carattere generale, di conseguenza andrebbero sempre considerate le specifiche competenze del debitore, anche se non si tratta di un professionista.

L'art. 2236 c.c. recita: "Se la prestazione implica la soluzione di problemi tecnici di speciale difficoltà (1), il prestatore d'opera non risponde dei danni (2), se non in caso di dolo o di colpa grave" (3). Note: (1) al professionista viene richiesta una diligenza qualificata, maggiore di quella che viene richiesta ad un individuo comune (c.d. diligenza del buon padre di famiglia), ed è proporzionale alla prestazione che lo stesso deve eseguire. Infatti, il professionista, risponde per negligenza, imprudenza e colpa lieve, atteso il maggior grado professionale che si presume in capo allo stesso; (2) il cliente che intenda agire in giudizio per ottenere il risarcimento ha l'onere di dar prova del danno subito, della colpa del prestatore d'opera intellettuale, oltre che del nesso di causalità tra colpa e danno; (3) non è applicabile alle ipotesi di negligenza o imprudenza del professionista la limitazione di responsabilità, attesa la diligenza professionale richiesta allo stesso, a norma dell'art. 1176, comma secondo.

committente; l'investitore non vi rientra, le informazioni acquisite dallo stesso esulano da un tale tipo di rapporto con l'agenzia.

Detto ciò, per capire se il caso di specie possa essere o meno ricondotto all'insieme di norme di cui all'art. 2043 del c.c., il giudice "dovrà procedere, in ordine successivo, a svolgere le seguenti indagini: a) dovrà, innanzitutto, accertare la sussistenza di un evento dannoso; b) dovrà, quindi, procedere a stabilire se l'accertato danno sia qualificabile come ingiusto, in relazione alla sua incidenza su un interesse rilevante per l'ordinamento (diritto soggettivo - assoluto o relativo - o interesse legittimo); c) dovrà, inoltre, accertare, sotto il profilo causale, se l'evento dannoso sia riferibile ad una condotta (attiva od omissiva) del danneggiante; d) dovrà, infine, stabilire se l'evento dannoso sia imputabile a dolo o colpa del danneggiato. Con riguardo alla materia in esame, si dovrà in primo luogo accertare l'esistenza di un danno ingiusto, ossia di un danno prodotto *non iure* e *contra ius*; qui ci si scontra con le prime difficoltà, che si traducono nel dimostrare che l'attività delle agenzie di *rating* non è assimilabile a quella del giornalista finanziario (...) e che la diffusione di un *rating* non corretto va a ledere un interesse giuridicamente rilevante dell'investitore (...). Una volta dimostrata l'esistenza di un danno ingiusto, si pone il problema della prova, da parte dell'investitore, i) del nesso causale tra la diffusione del giudizio erroneo e il danno subito, nonché ii) dell'elemento soggettivo (dolo o colpa) in capo all'agenzia di *rating*"¹⁶¹.

L'art. 2043 riconosce la tutela risarcitoria soltanto nel caso in cui il danno ingiusto sia conseguenza di un fatto doloso o colposo commesso dal danneggiante; di conseguenza, per poter definire una responsabilità civile delle agenzie di *rating* bisogna, prima di tutto, verificare la sussistenza dell'elemento soggettivo, ovvero la colpa o il dolo. Per quanto riguarda il dolo, questo si verifica nei casi più gravi. Nel caso di specie, si configura quando l'agenzia trae, intenzionalmente, in inganno l'investitore; così da farlo cadere in errore ed indurlo ad effettuare investimenti che, diversamente, non avrebbe effettuato, o l'avrebbe fatto a condizioni diverse. La colpa, invece, ricorre nel momento in cui nella preparazione e diffusione del *rating* non si opera con la dovuta diligenza e con prudenza. La colpa sussiste anche in caso di violazione delle norme (nazionali ed europee) che disciplinano l'attività delle agenzie.

Dal lato probatorio, ricade sull'investitore l'onere di dimostrare l'elemento soggettivo dell'illecito e l'incidenza dello stesso sull'errata valutazione di uno strumento finanziario o di un emittente da cui è conseguito il danno. Sull'altro fronte, l'agenzia, al fine di sollevarsi dalla responsabilità, deve dar prova che il fatto illecito si è verificato per cause ad essa non imputabili.

Affinché si possa configurare un determinato onere risarcitorio a carico dell'agenzia di *rating*, è necessario individuare il nesso causale tra il giudizio pubblicato dall'agenzia e il danno subito

¹⁶¹ E. DEPETRIS, *op. cit.* p. 272.

dall'investitore. Provare il nesso di causalità tra il fatto e il danno non è affatto semplice. Spesso si tratta di una vera e propria *probatio diabolica*, in quanto non è detto che un certo investimento sia stato influenzato soltanto dal *rating* emesso dall'agenzia.

In virtù di quanto detto, è, dunque, necessario ricorrere allo strumento della presunzione, che aiuta a desumere un fatto ignoto da uno noto. Tale strumento inverte l'onere della prova a svantaggio dell'agenzia di *rating*, che dovrà dimostrare l'avvenimento inatteso e imprevedibile di situazioni esterne che hanno portato all'interruzione del nesso causale, nonchè di aver svolto la propria attività in accordo con le disposizioni nazionali ed internazionali, che disciplinano tale attività, e secondo i principi della diligenza e della buona fede.

4.1.1 Responsabilità nei confronti degli emittenti

Il *rating*, come si è già detto, ha un'importanza fondamentale nei mercati finanziari. In particolare, nel momento in cui l'emittente di strumenti finanziari riceve un *rating* elevato (*rating* dell'emittente), o un *rating* elevato viene attribuito agli strumenti dallo stesso emessi (*rating* dell'emissione), il successo che l'emittente può ottenere sui mercati finanziari è notevole. Dunque, le agenzie di *rating* detengono un potere di non poco conto.

Ciò detto, risulta chiaro come, al contempo, l'emissione di un *rating* falso o non corretto da parte delle agenzie possa danneggiare in modo considerevole l'emittente. In tal caso l'emittente subirà un danno e potrà, dunque, agire in giudizio, chiedendo all'agenzia di *rating* che ha emesso un giudizio non veritiero il risarcimento del danno subito.

A seconda dei casi, la responsabilità dell'agenzia si configurerà come responsabilità contrattuale o extracontrattuale. Si ricade nell'area della responsabilità contrattuale quando l'agenzia di *rating* valuta il merito di credito dell'emittente o di un suo strumento finanziario, su richiesta dello stesso, che si obbliga a pagare un corrispettivo all'agenzia per l'attività svolta (in questo caso si parla di *solicited rating*). Dunque, l'emittente, oltre ad essere l'oggetto di valutazione delle agenzie, è, allo stesso tempo, anche committente.

Nel momento in cui la valutazione non riflette il reale rischio di insolvenza dell'emittente-committente, quest'ultimo potrà far valere in giudizio il contratto che lega i due soggetti, richiedendo il risarcimento dei danni subiti a titolo di responsabilità contrattuale. In tal caso, verranno applicate tutte le disposizioni in materia di responsabilità contrattuale. Anche in questo caso, così come già visto nel caso della responsabilità contrattuale delle agenzie di *rating* nei confronti dell'investitore, l'onere della prova sarà ripartito tra creditore (l'emittente) e il debitore (l'agenzia).

In particolare, l'emittente sarà tenuto semplicemente a fornire la prova dell'esistenza di un contratto con l'agenzia e ad allegare l'inadempimento o l'inadempimento non corretto da parte della stessa; sull'agenzia, invece graverà l'onere di dar prova di aver correttamente svolto la propria attività, o che la stessa non sia stata svolta al meglio per cause non imputabili all'agenzia. Trattandosi di una tipica ipotesi di responsabilità da inadempimento dell'obbligazione, ai sensi dell'art. 1218 c.c., l'ipotesi di una responsabilità contrattuale dell'agenzia di *rating* non presenta particolari problemi nell'essere disciplinata.

Per quanto riguarda la responsabilità extracontrattuale delle agenzie di *rating*, invece, questa si configura nel momento in cui l'agenzia emette un *rating* su un emittente, o uno strumento finanziario dallo stesso emesso, senza aver ricevuto da quest'ultimo alcun incarico in tal senso (in questo caso si parla di *unsolicited rating*). In tal caso, mancando un vincolo contrattuale tra agenzia ed emittente, si applicherà il generale principio di *neminem laedere* di cui all'art. 2043 c.c. .

Riguardo al danno cagionato dall'agenzia all'emittente, a differenza del caso in cui ad essere danneggiato era l'investitore (che semplicemente era il destinatario dell'informazione derivante dal *rating* emesso dall'agenzia), la lesione interessa direttamente l'emittente (ciò a dire che l'informazione riguarda proprio questo soggetto, e non una terza persona). In questo caso il danno cagionato dall'agenzia può essere sia di tipo patrimoniale che di tipo non patrimoniale.

CAPITOLO V

IL CASO

5.1 Quadro introduttivo

Le crisi finanziarie che si sono susseguite nel corso degli anni, ed in particolare la recente crisi finanziaria, hanno messo in luce come le banche spesso consiglino ai propri clienti prodotti finanziari derivati all'apparenza sicuri, ma che in realtà sono eccessivamente rischiosi. In tal caso, l'intermediario approfitta del *deficit* informativo, di conoscenze e di competenze del cliente, sottoponendogli dei prospetti informativi sui tassi di interesse con false previsioni. Ciò detto, in Italia, a tutela dell'investitore intervengono due documenti normativi: il Testo Unico della Finanza (Tuf) ed il Regolamento della Consob sugli Intermediari¹⁶², con la disciplina relativa alla prestazione dei servizi di investimento, in cui viene fatta rientrare, appunto, l'offerta e la negoziazione di strumenti finanziari derivati da parte di intermediari finanziari. La normativa in questione, impone agli intermediari finanziari di attenersi a specifiche regole di condotta.

In particolare, ai sensi dell'art. 21 del Tuf, ogni intermediario, nella prestazione dei servizi di investimento e servizi accessori (tra i quali la consulenza in materia di derivati), è chiamato ad avere un comportamento diligente, corretto e trasparente nell'interesse del cliente; ad acquisire informazioni e ad informare adeguatamente il cliente; a salvaguardare i diritti del cliente sui beni affidati. Dunque, “Alla luce di tali norme e della giurisprudenza in materia si potrebbe prospettare una responsabilità contrattuale della banca per aver adottato, in violazione dei doveri di buona fede, correttezza e diligenza professionale, almeno i seguenti comportamenti: a) omissione di un'adeguata informativa al cliente sulla tipologia di investimento proposto; b) mancata adozione (o consulenza) di misure idonee a tutelarlo contro l'errato o inadeguato e non conveniente strumento finanziario, i cui esiti dannosi - aggravati dalle successive “rinegoziazioni suggerite” - sono risultati ad esclusivo vantaggio della banca e prive di finalità di copertura (in tal senso secondo la Consob con Comunicazione DI/99013791 del 26 febbraio

¹⁶² Il Testo Unico delle Disposizioni in Materia di Intermediazione Finanziaria, detto anche Testo Unico della Finanza (TUF), è il D. Lgs. n. 58/1998. Si tratta della principale fonte normativa vigente in Italia in materia di finanza, di intermediazione finanziaria e di prestazione dei servizi di investimento. Il documento formula espliciti rinvii agli atti della Consob e di altre autorità nazionali, per una disciplina più dettagliata in merito ad aspetti specificamente individuati dalla legge.

1999, occorre che esse siano esplicitamente poste in essere per ridurre la rischiosità delle altre operazioni del cliente - c.d. posizioni di base -). Tra tali misure il dovere, dopo la stipulazione di ciascun contratto, di informare il cliente dell'opportunità di contratti di segno opposto, in tempi e con differenziali da ridurre il rischio. Ai fini probatori, in base all'art. 23 del Tuf, nei giudizi di risarcimento dei danni cagionati al cliente grava sull'operatore professionale (la banca) l'onere della prova di aver agito con la specifica diligenza richiesta.”¹⁶³.

L'estrema rilevanza delle agenzie di *rating* sul piano giuridico è emersa soltanto di recente, in conseguenza delle crisi che si sono succedute e dei diversi *default* di banche giudicate solide. In particolare, la crescente attenzione circa le informazioni dalle stesse fornite ha aperto il dibattito su una possibile responsabilità delle agenzie per la diffusione di giudizi inesatti o errati, o per un grave ritardo nella revisione degli stessi.

Il problema riguarda soprattutto la qualificazione giuridica, in termini di responsabilità, delle agenzie di *rating* nei confronti dell'investitore. A tal fine, è utile richiamare la decisione del Tribunale di Catanzaro, secondo il quale i giudici debbono verificare se sussista una responsabilità per illecito aquiliano, ai sensi dell'art. 2043 c.c., dell'agenzia di *rating* nei confronti dei terzi danneggiati; ritenendo, invece, insussistente l'ipotesi di una responsabilità contrattuale dell'agenzia, vista l'impossibilità di ravvisare un rapporto contrattuale tra la stessa e l'investitore. Nello specifico, si configurerebbe una responsabilità per lesione dell'affidamento che gli investitori hanno riposto nel giudizio attribuito dall'agenzia di *rating* sulla solvibilità di un emittente o di uno strumento finanziario emesso. In particolare, trattandosi di un'informazione proveniente da un soggetto particolarmente qualificato, qual è l'agenzia di *rating*, questa ingenera nell'investitore un affidamento incolpevole, che giustifica la responsabilità extracontrattuale per colpa. Dunque, poiché trattasi di illecito aquiliano, bisognerà verificare, in accordo con la motivazione della sentenza calabrese: a) la sussistenza di un evento dannoso; b) se il danno sia qualificabile come danno ingiusto in relazione alla sua incidenza su un interesse rilevante per l'ordinamento; c) se sotto il profilo causale la lesione sia riferibile ad una condotta omissiva o commissiva; d) stabilire se l'evento sia imputabile a dolo o colpa.

5.1.1 Tribunale di Catanzaro, 2 marzo 2012, n. 685

Con atto di citazione in data 12 marzo 2009, gli attori (...) convenivano in giudizio la Unicredit S.p.A. e The McGraw Hill Companies S.r.l. – Standard&Poor's Italia. Gli attori promotori della

¹⁶³ D. U. Santosuosso, *Le tutele sono scritte nel Tuf*, in "Il Sole 24 Ore", luglio 2007.

sentenza, domiciliati in Catanzaro, clienti dell'Unicredit Banca, affermavano che, in data 19 aprile 2007, sottoscrivevano, presso la filiale Unicredit di Catanzaro, un ordine di acquisto, per contante, di obbligazioni Lehman & Brothers, con scadenza al 3 novembre 2008. Questo avveniva in seguito ad espressa sollecitazione da parte della suddetta banca. In particolare, l'acquisto fu determinato dal fatto che i predetti titoli erano inclusi nell'elenco titoli a basso rischio del Consorzio Patti Chiari¹⁶⁴, a cui la banca aderiva, e dall'attribuzione da parte dell'Agenzia Standard & Poor's di un *rating* stimato in A+. Dunque, questi titoli erano ritenuti sicuri.

Gli attori lamentavano che al momento dell'ordine la banca aveva consegnato loro soltanto la copia dell'ordine d'acquisto delle obbligazioni, senza che ad essa fosse allegato il prospetto informativo sul gruppo estero Lehman & Brothers e, dunque, senza poter conoscere la consistenza del capitale e del patrimonio del gruppo emittente i titoli, contrariamente a quanto, invece, veniva richiesto dal TUF. Inoltre, gli attori lamentavano che, in data 9 gennaio 2008, gli veniva inviato dalla banca un prospetto chiamato "intervista", in cui gli investitori indicavano il proprio grado di conoscenza del mercato e l'ammontare delle operazioni finanziarie precedentemente compiute; ma, secondo gli attori, nel mettere a punto detto prospetto, l'intermediario finanziario, incaricato dalla banca, incorreva in un grave inadempimento, attribuendo erroneamente all'intervistato un'alta conoscenza in materia di prodotti finanziari. Successivamente, gli attori apprendevano dalla stampa che la Lehman Brothers Holding Inc. aveva richiesto l'ammissione al *Chapter 11*¹⁶⁵, dovendo così sospendere

¹⁶⁴ Il consorzio Patti Chiari è stato creato nel 2003. Si tratta di un importante consorzio bancario italiano di cui fanno parte diversi istituti di credito, che ha come obiettivo di modificare, migliorandolo, il rapporto tra cliente e banca, creando un dialogo trasparente e chiaro nei confronti del cliente.

¹⁶⁵ Nel momento in cui, negli Stati Uniti, un imprenditore non è in grado di onorare le proprie obbligazioni, quest'ultimo o i suoi creditori possono chiedere ad una corte federale la protezione in conformità con quanto previsto dal *Chapter 7* o dal *Chapter 11*. Con il *Chapter 7* l'impresa cessa la sua attività e tutti i suoi beni vengono venduti da un *trustee* che, poi, distribuisce il ricavato della vendita ai creditori. Equivale alla normale procedura fallimentare prevista dalla normativa italiana. Con il *Chapter 11*, invece, solitamente l'imprenditore rimane in possesso di tutti i suoi beni, ma è sottoposto al controllo e alla giurisdizione della corte federale. Con l'ingresso nel *Chapter 11* tutte le azioni dei creditori finalizzate ad ottenere il pagamento dei loro debiti vengono automaticamente bloccate. È possibile cancellare alcuni contratti, noti come contratti esecutivi, se è finanziariamente conveniente per la procedura. Detti contratti includono i contratti di lavoro, i leasing immobiliari, contratti di manutenzione o di fornitura. È importante, dunque, tener presente che il *Chapter 11* è una procedura di riorganizzazione e non di liquidazione. L'obiettivo è quello di risanare l'impresa. A tal fine viene definito un piano che nel giro di qualche mese, o anche anni, in considerazione della dimensione e della complessità della procedura, dovrebbe risanare la situazione e far uscire l'impresa dal *Chapter 11*. È la stessa impresa che deve proporre il piano di risanamento, che deve essere, poi, approvato dal giudice. Se un piano non viene accettato, o non si riesca a concluderlo, il giudice può convertire la procedura nel *Chapter 7* e iniziare la liquidazione. Come nelle altre procedure, nel *Chapter 11* il pagamento dei debiti segue un ordine di priorità, prima vengono pagati i creditori garantiti (*secured creditor*), poi i dipendenti e i fornitori di beni ed in ultimo tutti gli altri. Nella legislazione Americana, il creditore garantito ha il beneficio di una garanzia, derivante da una azione di legge fatta per assicurare la performance di una obbligazione, eseguita nei confronti di alcuni o tutti gli *asset* del debitore. In caso di fallimento del debitore, il creditore garantito può far valere questa "assicurazione" nei confronti degli *asset* del debitore ed evitare di competere, al momento della liquidazione, con i creditori che non godano di tale beneficio.

le negoziazioni dei relativi strumenti finanziari e determinando una grave riduzione del loro valore. Il 3 novembre 2008 la banca comunicava loro l'impossibilità di restituire il capitale e gli interessi. Dunque, secondo gli attori, la banca aveva violato l'obbligo di informare l'investitore circa l'andamento dei titoli, dopo averli acquistati (e, quindi, dell'aumento del rischio *default* dell'emittente), secondo quanto desumibile da una corretta lettura del TUF 58 del 1998 e del regolamento Consob 11522 del 1998¹⁶⁶. Gli attori ritenevano che, nel caso di specie, anche la Standard & Poor's avesse delle responsabilità (in base a quanto previsto dagli artt. 164 TUF, 2409 *sexies* cod. civ., e in base a quanto disposto dalla direttiva 2003/6/CE¹⁶⁷), per aver rilasciato informazioni inesatte, false o fuorvianti, dal momento che aveva mantenuto una valutazione elevata del *rating* dei titoli Lehman, fino a pochi giorni prima della richiesta di ammissione, da parte di quest'ultima, al *Charter 11*. Di conseguenza, era ipotizzabile un conflitto di interesse, considerando che la S&P's, pagata dall'emittente Lehman, non avrebbe provveduto alla revisione del *rating* A+.

¹⁶⁶ La CONSOB (Commissione Nazionale per la Società e la Borsa) nasce nel 1974 come autorità indipendente dal governo. Questa istituzione si occupa di vigilare sulle società quotate in Borsa. In particolare, il suo compito è di tutelare gli investitori e di vigilare sulla trasparenza e sullo sviluppo del mercato mobiliare italiano (funzioni che in precedenza erano esercitate dal ministero del Tesoro). "In tema di intermediazione nella vendita di strumenti finanziari, gli obblighi di comportamento sanciti dall'art. 21 del d.lgs. n. 58 del 1998 e dalla normativa secondaria contenuta nel reg. Consob n. 11522 del 1998, sorgono sia nella fase che precede la stipulazione del contratto quadro (come quello di consegnare il documento informativo sui rischi generali degli investimenti in strumenti finanziari e di acquisire le informazioni sull'investitore circa la sua esperienza in materia di investimenti in strumenti finanziari, la sua situazione finanziaria, i suoi obiettivi di investimento e la sua propensione al rischio), sia dopo la sua conclusione (è il caso dell'obbligo d'informazione cd. attiva circa la natura, i rischi e le implicazioni della singola operazione, di astenersi dal porre in esecuzione operazioni inadeguate e di quelli che sono correlati alle situazioni di conflitto di interessi). Tutti i descritti obblighi, finalizzati al rispetto della clausola generale che impone all'intermediario il dovere di comportarsi con diligenza, correttezza e professionalità nella cura dell'interesse del cliente, assumono rilevanza per effetto dei singoli ordini di investimento, che costituiscono negozi autonomi rispetto al contratto quadro originariamente stipulato dall'investitore". <http://mobile.ilcaso.it/sentenze/ultime/18411>

¹⁶⁷ Art. 164 TUF (Responsabilità):

1. Alla società di revisione si applicano le disposizioni dell'articolo 2407 del codice civile.
2. I responsabili della revisione e i dipendenti che hanno effettuato l'attività di revisione contabile sono responsabili, in solido con la società di revisione, per i danni conseguenti da propri inadempimenti o da fatti illeciti nei confronti della società che ha conferito l'incarico e nei confronti dei terzi danneggiati.

Art. 2409 *sexies* Codice civile (Responsabilità):

1. I soggetti incaricati del controllo contabile sono sottoposti alle disposizioni dell'articolo 2407 e sono responsabili nei confronti della società, dei soci e dei terzi per i danni derivanti dall'inadempimento ai loro doveri.
2. Nel caso di società di revisione i soggetti che hanno effettuato il controllo contabile sono responsabili in solido con la società medesima.
3. L'azione si prescrive nel termine di cinque anni dalla cessazione dell'incarico.

La direttiva 2003/6/CE, denominata *Market Abuse*, è volta a disciplinare il fenomeno degli abusi di mercato (individuandoli e reprimendoli), al fine di preservare il buon funzionamento dei mercati finanziari dell'Unione Europea, garantirne l'integrità ed accrescere la fiducia degli investitori in detti mercati. La direttiva non dà una definizione di abuso di mercato. Tuttavia, è possibile ricavarla dal contenuto normativo, che definisce i casi in cui determinati soggetti subiscono gli abusi. In particolare, si tratta di quei soggetti che hanno utilizzato, a loro vantaggio o a vantaggio di terzi, informazioni non accessibili al pubblico, o che hanno falsato il meccanismo di definizione del prezzo di strumenti finanziari, o, ancora, che hanno divulgato informazioni false o fuorvianti. È importante tener presente che l'applicazione della normativa in questione non significa dimenticare del vasto compendio che una ricerca nel singolo Stato di provenienza può facilitare riguardo la comprensione terminologica della struttura dell'abuso di cui trattasi.

Si costituiva in giudizio la UniCredit Banca di Roma S.p.A. . Nello specifico, detta banca contestava le allegazioni avversarie, specificando che l'ordine di acquisto *de quo*, sottoscritto dal (...), contiene la dichiarazione con cui l'investitore dà atto di aver preventivamente ricevuto il modulo attinente agli "Ordini relativi a strumenti finanziari. Avvertenze della Banca. Dichiarazioni del cliente", e di aver preventivamente ricevuto specifiche avvertenze ed informazioni in tema di conflitto di interessi e circa lo strumento finanziario oggetto dell'ordine, a fronte delle quali ha comunque espressamente autorizzato l'esecuzione dell'ordine.

Precisava che il Gruppo Lehman Brothers era storicamente considerato una delle realtà finanziarie più importanti e solide al mondo (al 12 settembre 2008 il *rating* di Lehman Brothers Holding inc era "A" per Standard & Poor's, "A2" per Moody's e "A+" per Fitch); che il gruppo Lehman era soggetto al normale regime di controlli amministrativi e contabili da parte degli organi preposti, e che le banche non hanno alcun potere di verifica e di ispezione, in ordine ai documenti economici e finanziari delle aziende italiane ed estere, dovendo, quindi, fare affidamento sulla veridicità dei documenti e sul corretto funzionamento del sistema dei controlli; che la ricostruzione proposta dalla controparte relativamente al prospetto denominato "intervista" veniva smentita dalle sottoscrizioni apposte dagli investitori sul prospetto, dalla elevata propensione e dimestichezza dei sigg.ri (...) agli investimenti in prodotti obbligazionari, nonché dalla quantità delle operazioni pregresse commesse dagli stessi sul mercato finanziario e dall'inserimento dei titoli nell'elenco "Patti Chiari"; che UniCredit aveva adempiuto agli obblighi di diligenza, correttezza e trasparenza di cui al T.U.F. (ed alle circolari Consob), la cui violazione, in ogni caso, non è punita dall'ordinamento con la sanzione della nullità dei contratti di acquisto in violazione dell'art. 1418 c.c.¹⁶⁸; e che comunque, gli obblighi di informazione posti a carico degli intermediari finanziari devono essere coordinati con il principio di autoresponsabilità dell'investitore.

Si costituiva in giudizio altresì The McGraw Hill Companies S.r.l., eccependo preliminarmente il proprio difetto di legittimazione passiva per non avere mai formulato alcun *rating* relativo a Lehman Brothers, rientrando tra i compiti istituzionali di The McGraw Hill l'attribuzione del *rating* soltanto a società italiane.

Nel merito, la convenuta riteneva infondata la domanda di condanna nei confronti di The McGraw Hill, per non avere gli attori dimostrato quale sarebbe stato il comportamento doloso

¹⁶⁸ ARTICOLO 1418

Cause di nullità del contratto:

“Il contratto è nullo quando è contrario a norme imperative, salvo che la legge disponga diversamente. Producono nullità del contratto la mancanza di uno dei requisiti indicati dall'articolo 1325, l'illiceità della causa, l'illiceità dei motivi nel caso indicato dall'articolo 1345 e la mancanza nell'oggetto dei requisiti stabiliti dall'articolo 1346. Il contratto è altresì nullo negli altri casi stabiliti dalla legge”.

o colposo tenuto da Standard & Poor's nonché il nesso di causalità che legherebbe l'asserito danno subito dagli attori al comportamento di Standard & Poor's. Precisava, inoltre, che l'agenzia aveva operato con diligenza e correttezza nell'elaborazione del giudizio, e che non era configurabile alcun conflitto di interessi, dal momento che il *rating* relativo a Lehman era stato più volte revisionato nel corso degli eventi.

MOTIVI DELLA DECISIONE

Come evidenziato, gli attori hanno instaurato il giudizio *de quo* al fine di ottenere la declaratoria di nullità del contratto di investimento stipulato con Unicredit Banca S.p.A. per violazione di norme imperative o, in subordine, l'annullabilità del contratto per errore *ex art. 1427 c.c.*¹⁶⁹; e l'affermazione della responsabilità dell'agenzia di *rating* The Mc Graw Hill, sia sotto il profilo della responsabilità contrattuale da "contatto sociale"¹⁷⁰, sia sotto il profilo della responsabilità extracontrattuale. Hanno, dunque, chiesto di condannare le medesime, in solido tra loro, al risarcimento del danno subito nella misura del capitale investito e nella misura dell'interesse che avrebbero maturato nel caso in cui avessero investito in titoli di stato. Con riguardo al contratto di acquisto dei titoli obbligazionari Lehman Brothers, il Tribunale ha escluso la possibilità di dichiarare sia la nullità sia l'annullabilità del negozio giuridico. Quanto alla domanda attorea di nullità del contratto, il Tribunale, richiamando la giurisprudenza a Sezioni Unite della Corte di Cassazione (Cass. Sez. Un. sent. nn. 26724 e 26725 del 2007), ha evidenziato che le disposizioni richiamate dagli attori in materia di obblighi informativi, ossia TUF e regolamento Consob, non hanno carattere imperativo, ma unicamente prescrittivo o impositivo di obblighi di comportamento cui la Banca è tenuta in forza di un vincolo negoziale già sorto e che, pertanto, costituiscono una specificazione del generale dovere di buona fede

¹⁶⁹ Art. 1427

Errore, violenza e dolo:

"Il contraente, il cui consenso fu dato per errore, estorto con violenza o carpito con dolo, può chiedere l'annullamento del contratto secondo le disposizioni seguenti".

Il motivo dell'annullabilità del contratto si rinviene nell'esigenza di tutelare un soggetto che non ha manifestato la volontà in modo libero e consapevole.

¹⁷⁰ Per responsabilità contrattuale da "contatto sociale" si intende il rapporto, privo di base contrattuale, che intercorre tra due soggetti, dei quali uno pone affidamento in un dovere di diligenza gravante in capo al secondo, in virtù delle sue specifiche competenze tecniche e professionali. Ne deriva che, il rapporto concretamente intervenuto tra i due soggetti, secondo parte della dottrina e della giurisprudenza, è un rapporto idoneo a produrre obbligazioni ai sensi dell'art. 1173 cc, e nello specifico nella parte in cui il dettato normativo contempla "ogni altro atto o fatto idoneo a produrle in conformità dell'ordinamento giuridico". Il contenuto di tale obbligo si sostanzia nell'espletamento dell'attività con un'adeguata diligenza al fine di evitare il verificarsi di pregiudizi in capo al soggetto con cui sia venuto in contatto. Pur in assenza di un vincolo contrattuale, il soggetto gravato da obblighi di protezione risponderà dei danni cagionati per negligenza secondo la disciplina prevista per la responsabilità da inadempimento, e non *ex art. 2043 cc*".

R. DE CANDIA, *La teoria del contatto sociale: profili generali, disciplina, casistica*, in "Diritto & Diritti", ISSN 1127-8579, 3 novembre 2017.

nell'esecuzione del contratto, la cui violazione non determina l'invalidità del rapporto. In ordine alla domanda di annullabilità dei “contratti *inter partes*” per errore sull'oggetto, ovvero su una qualità essenziale dei titoli Lehman Brothers, il giudice di merito ha dichiarato l'infondatezza della domanda per mancanza dei requisiti dell'essenzialità e riconoscibilità dell'errore *ex art.* 1428 c.c.¹⁷¹.

Il Tribunale accoglie, invece, la domanda attorea qualificandola come di responsabilità contrattuale da inadempimento delle obbligazioni cui la banca è tenuta nei confronti dei clienti ai sensi dell'art. 21 del T.U.F¹⁷². Viene dunque riconosciuto il diritto dell'investitore al risarcimento del danno, corrispondente alla perdita del capitale investito nell'operazione finanziaria oltre rivalutazione monetaria dalla data di *default* sino alla data di pronuncia della sentenza

Il Tribunale prende poi in esame la responsabilità ascrivibile alle agenzie di *rating* per i danni che la relativa attività può procurare ai terzi. Più in particolare, il giudice di merito inquadra la responsabilità in esame nell'ambito della sfera extracontrattuale, in quanto l'attribuzione del *rating* ad un'impresa viene effettuata in forza di uno specifico contratto tra l'agenzia e l'impresa stessa, mentre gli investitori sono, di regola, legati da vincoli contrattuali unicamente con gli intermediari finanziari¹⁷³. La sussistenza di una responsabilità extracontrattuale dell'agenzia presuppone l'accertamento degli elementi costitutivi dell'illecito aquiliano. L'investitore deve pertanto provare l'esistenza dell'evento dannoso, l'ingiustizia del danno, il nesso causale tra la lesione subita e la condotta dell'agente, nonché l'elemento soggettivo del dolo o della colpa.

¹⁷¹ Art. 1428

Rilevanza dell'errore:

“L'errore è causa di annullamento del contratto quando è essenziale ed è riconoscibile dall'altro contraente”. L'errore può essere definito come una falsa conoscenza della realtà. Si distingue tra errore-vizio, qual è l'errore che colpisce il formarsi della volontà, ed errore-ostativo, che è quello che cade sulla dichiarazione o sulla sua trasmissione (1432 c.c.).

¹⁷² Art. 21

Svolgimento dei servizi (Criteri generali):

“1. Nella prestazione dei servizi di investimento e accessori, i soggetti abilitati devono:

- a) comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, nell'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati;
- b) acquisire le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati;
- c) organizzarsi in modo tale da ridurre al minimo il rischio di conflitti di interesse e, in situazioni di conflitto, agire in modo da assicurare comunque ai clienti trasparenza ed equo trattamento;
- d) disporre di risorse e procedura, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi;
- e) svolgere una gestione indipendente, sana e prudente e adottare misure idonee a salvaguardare i diritti dei clienti sui beni affidati.

2. Nello svolgimento dei servizi le imprese di investimento, le banche e le società di gestione del risparmio possono, previo consenso scritto, agire in nome proprio e per conto del cliente”.

¹⁷³ Si osserva che il Regolamento CE n. 1060/2009 adottato dal Parlamento Europeo onera le agenzie di *rating* a rendere pubbliche le informazioni relative alle metodologie, ai modelli e alle principali ipotesi di *rating* utilizzate nello svolgimento della loro attività, così da permettere agli stessi utilizzatori del *rating* di elaborare un autonomo giudizio in ordine all'attendibilità di quanto espresso dall'agenzia.

Il Giudice *de quo* individua l'evento dannoso nella perdita patrimoniale subita dall'investitore per aver fatto affidamento sul *rating* positivo rilasciato dall'agenzia. In ordine all'ingiustizia del danno, si osserva che l'emissione di un *rating* errato cagiona la lesione della libertà contrattuale dell'investitore, in quanto egli confidava nella correttezza del giudizio positivo emesso dall'agenzia e, di conseguenza, nella solvibilità dell'emittente. L'affidamento incolpevole nella veridicità delle valutazioni provenienti dal *rating* viene considerato meritevole di tutela sulla base di una serie di argomentazioni. In primo luogo si evidenzia che, secondo il prevalente orientamento dottrinale, benché si discuta in ordine all'esistenza di un diritto del singolo all'esattezza dell'altrui informazione, tuttavia, a fronte di una lesione della libertà contrattuale per false informazioni, prevale la tutela dell'affidamento del terzo nella serietà e veridicità dell'informazione resa allorché quest'ultima provenga da un soggetto particolarmente qualificato. La rilevanza dell'affidamento incolpevole del terzo sul piano della meritevolezza della tutela trova altresì conferma nella disciplina interna e nella normativa comunitaria. A livello di legislazione nazionale vengono in rilievo gli artt. 164, comma 2, T.U.F. e 2409 c.c.¹⁷⁴, con cui il legislatore ha espressamente tipizzato l'illecito dei revisori contabili, delineando una loro responsabilità per i danni cagionati dalle informazioni inesatte rilasciate ai terzi; nonché l'art. 94 del T.U.F.¹⁷⁵ che ha tipizzato la c.d. responsabilità

¹⁷⁴ Articolo riguardante la Responsabilità, dapprima modificato dall'art. 3 del d.lgs. n. 37 del 6.2.2004 e poi abrogato dall'art. 40 del d.lgs. n. 39 del 27.1.2010.

Art. 2409 codice civile: Denuncia al tribunale

Se vi è fondato sospetto che gli amministratori, in violazione dei loro doveri, abbiano compiuto gravi irregolarità nella gestione che possono arrecare danno alla società o a una o più società controllate, i soci che rappresentano il decimo del capitale sociale o, nelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, il ventesimo del capitale sociale possono denunciare i fatti al tribunale con ricorso notificato anche alla società. Lo statuto può prevedere percentuali minori di partecipazione. Il tribunale, sentiti in camera di consiglio gli amministratori e i sindaci, può ordinare l'ispezione dell'amministrazione della società a spese dei soci richiedenti, subordinandola, se del caso, alla prestazione di una cauzione. Il provvedimento è reclamabile.

Il tribunale non ordina l'ispezione e sospende per un periodo determinato il procedimento se l'assemblea sostituisce gli amministratori e i sindaci con soggetti di adeguata professionalità, che si attivano senza indugio per accertare se le violazioni sussistono e, in caso positivo, per eliminarle, riferendo al tribunale sugli accertamenti e le attività compiute. Se le violazioni denunciate sussistono ovvero se gli accertamenti e le attività compiute ai sensi del terzo comma risultano insufficienti alla loro eliminazione, il tribunale può disporre gli opportuni provvedimenti provvisori e convocare l'assemblea per le conseguenti deliberazioni. Nei casi più gravi può revocare gli amministratori ed eventualmente anche i sindaci e nominare un amministratore giudiziario, determinandone i poteri e la durata.

L'amministratore giudiziario può proporre l'azione di responsabilità contro gli amministratori e i sindaci. Si applica l'ultimo comma dell'articolo 2393.

Prima della scadenza del suo incarico l'amministratore giudiziario rende conto al tribunale che lo ha nominato; convoca e presiede l'assemblea per la nomina dei nuovi amministratori e sindaci o per proporre, se del caso, la messa in liquidazione della società o la sua ammissione ad una procedura concorsuale. I provvedimenti previsti da questo articolo possono essere adottati anche su richiesta del collegio sindacale, del consiglio di sorveglianza o del comitato per il controllo sulla gestione, nonché, nelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, del pubblico ministero; in questi casi le spese per l'ispezione sono a carico della società".

¹⁷⁵ Offerta al pubblico di strumenti finanziari comunitari e di prodotti finanziari diversi dalle quote o azioni di Oicr aperti

Art. 94

(Prospetto d'offerta)

1. Coloro che intendono effettuare un'offerta al pubblico pubblicano preventivamente un prospetto. A tal fine, per le offerte aventi ad oggetto strumenti finanziari comunitari nelle quali l'Italia è Stato membro d'origine e per le

civile da prospetto, attribuendo a ciascun soggetto che ha partecipato alla predisposizione delle informazioni, e in relazione alle parti di propria competenza, una responsabilità “per i danni subiti dall’investitore che abbia fatto ragionevole affidamento sulla veridicità e completezza delle informazioni contenute nel prospetto”.

Sul piano della normativa comunitaria, il Tribunale richiama l’art. 1, punto 2, lett. c), della direttiva 2003/6/CE in materia di abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato. Tale disposizione vieta la diffusione di informazioni che veicolano indicazioni false o fuorvianti in merito agli strumenti finanziari qualora la persona che le ha diffuse conosceva o avrebbe dovuto conoscere che tali informazioni erano false o fuorvianti. Dunque, l’affidamento generato da comunicazioni rese al mercato da parte di soggetti particolarmente qualificati, come le agenzie di *rating*, è indubbiamente meritevole di tutela. Tuttavia, affinché si possa configurare una responsabilità extracontrattuale dell’agenzia di *rating* è altresì necessario che la sua condotta sia causalmente collegata al pregiudizio subito dall’investitore. È onere dell’investitore provare che, se la valutazione espressa dall’agenzia fosse stata corretta, non avrebbe sottoscritto gli strumenti finanziari dell’emittente, ovvero non avrebbe mantenuto uno

offerte aventi ad oggetto prodotti finanziari diversi dagli strumenti finanziari comunitari, ne danno preventiva comunicazione alla Consob allegando il prospetto destinato alla pubblicazione. Il prospetto non può essere pubblicato finché non è approvato dalla Consob.

2. Il prospetto contiene, in una forma facilmente analizzabile e comprensibile, tutte le informazioni che, a seconda delle caratteristiche dell'emittente e dei prodotti finanziari offerti, sono necessarie affinché gli investitori possano pervenire ad un fondato giudizio sulla situazione patrimoniale e finanziaria, sui risultati economici e sulle prospettive dell'emittente e degli eventuali garanti, nonché sui prodotti finanziari e sui relativi diritti. Il prospetto contiene altresì una nota di sintesi recante i rischi e le caratteristiche essenziali dell'offerta.

3. Il prospetto per l'offerta di strumenti finanziari comunitari è redatto in conformità agli schemi previsti dai regolamenti comunitari che disciplinano la materia.

4. L'emittente o l'offerente può redigere il prospetto nella forma di un unico documento o di documenti distinti. Nel prospetto composto di documenti distinti, le informazioni richieste sono suddivise in un documento di registrazione, una nota informativa sugli strumenti e i prodotti offerti e una nota di sintesi.

5. Se è necessario per la tutela degli investitori, la Consob può esigere che l'emittente o l'offerente includa nel prospetto informazioni supplementari.

6. Se l'offerta ha ad oggetto prodotti finanziari diversi dagli strumenti finanziari comunitari il cui prospetto non è disciplinato ai sensi dell'articolo 95, comma 1, lettera b), la Consob stabilisce, su richiesta dell'emittente o dell'offerente, il contenuto del prospetto.

7. Qualunque fatto nuovo significativo, errore materiale o imprecisione relativi alle informazioni contenute nel prospetto che sia atto ad influire sulla valutazione dei prodotti finanziari e che sopravvenga o sia rilevato tra il momento in cui è approvato il prospetto e quello in cui è definitivamente chiusa l'offerta al pubblico deve essere menzionato in un supplemento del prospetto.

8. L'emittente, l'offerente e l'eventuale garante, a seconda dei casi, nonché le persone responsabili delle informazioni contenute nel prospetto rispondono, ciascuno in relazione alle parti di propria competenza, dei danni subiti dall'investitore che abbia fatto ragionevole affidamento sulla veridicità e completezza delle informazioni contenute nel prospetto, a meno che non provi di aver adottato ogni diligenza allo scopo di assicurare che le informazioni in questione fossero conformi ai fatti e non presentassero omissioni tali da alterarne il senso.

9. La responsabilità per informazioni false o per omissioni idonee ad influenzare le decisioni di un investitore ragionevole grava sull'intermediario responsabile del collocamento, a meno che non provi di aver adottato la diligenza prevista dal comma precedente.

10. Nessuno può essere chiamato a rispondere esclusivamente in base alla nota di sintesi, comprese le eventuali traduzioni, a meno che la nota di sintesi possa risultare fuorviante, imprecisa o incoerente se letta insieme ad altre parti del prospetto.

11. Le azioni risarcitorie sono esercitate entro cinque anni dalla pubblicazione del prospetto, salvo che l'investitore provi di avere scoperto le falsità delle informazioni o le omissioni nei due anni precedenti l'esercizio dell'azione.

strumento finanziario rivelatosi negativo. Ciò nonostante, a fronte di un *rating* positivo che abbia inciso in modo determinante sulle scelte dell'investitore, bisogna chiedersi se debba configurarsi, in capo allo stesso investitore, un dovere di auto informazione in ordine all'eventuale progressivo deterioramento del *rating*, nonché un obbligo di limitare le conseguenze dannose, derivanti dall'illecito dell'agenzia, adottando una condotta diligente *ex art. 1227*¹⁷⁶, secondo comma, c.c., che può sostanziarsi, ad esempio, nella vendita dei titoli. Quanto all'esistenza di un dovere di auto informazione, il Tribunale osserva che tale dovere "viene in rilievo solo nell'ipotesi in cui l'intermediario si sia limitato a prestare il servizio di negoziazione, senza assumere l'obbligo di comunicare al cliente il progressivo peggioramento del *rating*".

In ordine alla possibilità di configurare un concorso del fatto colposo dell'investitore, invece, occorrerà distinguere la posizione dell'investitore professionale rispetto a quella dell'investitore inesperto, potendosi attendere soltanto dal primo un comportamento di disinvestimento del titolo a fronte di un progressivo deterioramento del *rating* e al fine di contenere gli effetti pregiudizievoli derivanti dell'illecito; condotta quest'ultima di regola non esigibile dalla seconda tipologia di investitori. Affinché possa configurarsi una responsabilità *ex art. 2043* c.c. è altresì necessario che la condotta dell'agenzia sia connotata da dolo o colpa. Nel caso in esame gli attori imputano a The Mc Graw Hill di aver rilasciato informazioni false e fuorvianti e di non aver provveduto ad una revisione del *rating in peius*, pur conoscendo la situazione finanziaria del gruppo Lehman, al solo fine di non incidere negativamente sulle sorti dello stesso. Invero, poiché il *rating* è un giudizio prognostico, che implica necessariamente una valutazione delle prospettive future di un emittente o di un titolo e di variabili che sfuggono alla sfera di controllo del soggetto che quel giudizio emette, il fatto che le previsioni non siano poi state confermate dalla realtà non indica, di per sé, che al momento in cui furono espresse le valutazioni queste non fossero dotate di un ragionevole grado di plausibilità. A riguardo, il Tribunale ha infatti evidenziato che "non si può affermare la responsabilità dell'agenzia solo perché il *rating* non rispecchia la reale prospettiva di solvibilità dell'emittente, ma è necessario che la condotta dell'agenzia sia connotata da mala fede o colpa". Spetterà, dunque, agli investitori che si assumono danneggiati dal comportamento dell'agenzia, allegare e provare che la società di *rating* ha emesso un giudizio che non rispecchiava la situazione patrimoniale e finanziaria dell'emittente (per come conoscibile dalla stessa agenzia di *rating*) e che tale

¹⁷⁶ Art. 1227

del fatto colposo del creditore.

Se il fatto colposo [art. 2043 c.c.] del creditore ha concorso a cagionare il danno, il risarcimento è diminuito secondo la gravità della colpa e l'entità delle conseguenze che ne sono derivate [art. 1914 c.c.].

Il risarcimento non è dovuto per i danni che il creditore avrebbe potuto evitare usando l'ordinaria diligenza [artt. 1175, 1375 c.c.].

mancata corresponsione dipende dall'utilizzo di procedure di valutazione non conformi alla prassi internazionale e agli standard di settore¹⁷⁷.

Tanto chiarito, il Tribunale osserva come gli attori non abbiano fornito alcuna prova adeguata dell'elemento soggettivo della responsabilità aquiliana dedotta e, nello specifico, del fatto che l'agenzia era a conoscenza dello stato di insolvenza dell'emittente Lehman; le parti avrebbero dovuto dimostrare che i dati di cui l'agenzia disponeva consentivano di formulare un giudizio diverso da quello emesso, qualora fossero state correttamente applicate le migliori metodologie economiche e finanziarie di valutazione. Il Tribunale ha, dunque, dichiarato la domanda di risarcimento formulata nei confronti di The McGraw Hill Companies S.r.l. infondata, in quanto l'asserita carenza di buona fede nella condotta dell'agenzia "è rimasta a livello di mero assunto difensivo non supportato da qualsivoglia riscontro probatorio, sicché, in difetto di elementi istruttori sia pure indiziari, convenire con gli attori che parte convenuta fosse comunque a conoscenza dello stato di insolvenza di Lehman e che lo abbia taciuto ai mercati e agli investitori perché "pagata dall'emittente Lehman", significherebbe pervenire ad una pronuncia di condanna muovendo da un assunto affermato, ma non dimostrato".

Dunque, stando alla sentenza, si tende ad escludere la possibile configurazione di una responsabilità di tipo contrattuale delle agenzie di *rating* nei confronti degli investitori, poiché non esiste alcun rapporto di tipo contrattuale tra le due parti. Allo stesso tempo, risulta difficile immaginare che possa configurarsi una responsabilità da contatto sociale, fonte di obbligazioni senza prestazione. Infatti, ciò che manca è proprio la relazione tra investitore ed agenzia; questo rende assolutamente inconsistente la tesi di un "contatto" al quale ricollegare un'aspettativa di protezione come quella derivante da una relazione contrattuale. Non sembra possibile configurare un "contatto sociale" neanche nel caso in cui l'investitore decida di registrarsi al sito web dell'agenzia, non potendosi ritenere che le informazioni rese dal valutatore rimangano confinate ai soli soggetti registrati. Tra l'altro, le informazioni presenti sul web vengono fornite in adempimento di un obbligo negozialmente assunto verso il *solicited rating*, ovvero create liberamente e solo successivamente rese disponibili agli investitori interessati. Dunque, la strada dell'illecito aquiliano, in mancanza di un'apposita normativa che regolamenti la responsabilità dell'agenzia di *rating*, sembra essere la più appropriata. Questa trova

¹⁷⁷ La colpa si concretizza nella negligenza professionale e, quindi, nella inosservanza dei principi di diligenza professionale. In particolare, si configura quando l'attività di preparazione e diffusione del *rating* non viene espletata in conformità ai criteri della diligenza, prudenza e perizia, in quanto i *raters* effettuano la valutazione di un titolo senza una particolare accuratezza o precisione ovvero in modo affrettato, senza considerare tutte le informazioni di cui possono disporre ovvero interpretando in modo scorretto i dati e le informazioni che hanno raccolto.

La diligenza si sostanzia nell'adempimento di tutte le regole tecniche e procedurali, nonché dei principi dell'arte e dei codici deontologici e di condotta che appartengono alla professione svolta.

giustificazione come conseguenza della lesione di un affidamento ingenerato ed offeso da un soggetto avente un particolare *status* professionale. Di conseguenza, solo qualora sussista un ragionevole affidamento sull'informazione apportata dal *rating* emesso dall'agenzia, qualificata dal suo *status* professionale e dagli obblighi di condotta sulla stessa gravanti in quanto operatore professionale, l'investitore potrà azionare la sua pretesa risarcitoria. Ciò detto, non è tuttavia semplice arrivare al riconoscimento di una responsabilità extracontrattuale dell'agenzia di *rating*. Infatti, c'è da tener conto del problema dell'onere della prova, che è a carico dell'investitore (danneggiato). In merito, la giurisprudenza ha recentemente precisato che “non si può affermare la responsabilità dell'agenzia solo perché il *rating* non rispecchia la reale prospettiva di solvibilità dell'emittente, ma è necessario che la condotta dell'agenzia sia connotata da mala fede o colpa”. Pertanto, sarà il terzo danneggiato a dover provare che il giudizio di *rating* non riflette la reale situazione economica, patrimoniale e finanziaria dell'emittente, e che ciò dipende dall'utilizzo di metodi di valutazione non conformi alle prassi internazionali e agli standard di settore. Al contempo, in sua difesa, l'agenzia di *rating* dovrebbe dimostrare che l'erronea valutazione è dipesa da “false informazioni fornite dall'emittente i titoli e non riscontrabili come tali all'atto della valutazione”. Infatti, le informazioni vengono fornite dalla società emittente i titoli, e, dunque, non spetta alle agenzie di *rating* accertare la veridicità delle informazioni, la ricerca e la scoperta di frodi. Non sarà facile per l'investitore dimostrare la responsabilità dell'agenzia, ovvero dar prova che, a fronte di informazioni scorrette rilasciate dall'agenzia, questa non abbia adottato tutti i criteri necessari e ragionevolmente esigibili al fine di verificarne l'effettiva e concreta affidabilità. Ciò detto, bisogna fare attenzione a non commettere l'errore di attribuire una responsabilità da *status*, quello professionale, all'agenzia di *rating*. Questo porterebbe ad una responsabilità oggettiva che trasformerebbe qualunque previsione inesatta in una sorta di copertura assicurativa per investimenti sbagliati. Tra l'altro, in tal caso, sarebbero gli stessi investitori a subirne le conseguenze, dal momento che il perseguimento ad ogni costo della tutela del danneggiato porterebbe, inevitabilmente, ad un consistente deterioramento della loro stessa attività e, dunque, farebbe venir meno l'utilità del *rating* per gli investitori e per l'intero mercato finanziario.

Diversamente dal Tribunale di Catanzaro, il Tribunale di Roma, pur convenendo sull'esclusione della “sussistenza di alcun tipo di rapporto contrattuale o comunque obbligatorio tra l'investitore e le agenzie di *rating* [...], sottolinea che la natura dell'attività delle agenzie di *rating*, consiste nell'emissione di “semplici pareri sulla capacità di credito di un particolare emittente o di un particolare strumento finanziario ad una certa data” e non nella formulazione di “raccomandazioni ad acquistare, detenere o vendere determinati titoli”.

Ragionando in questi termini, l'investitore, secondo il giudice, è tenuto ad effettuare le scelte di investimento a proprio rischio, avvalendosi, nel caso, di un promotore finanziario per una valutazione del rischio. La richiesta risarcitoria viene così respinta sulla base della motivazione secondo cui "qualsiasi valutazione dell'agenzia di *rating*, sebbene sbagliata, come nella fattispecie in cui il titolo fino al giorno prima del fallimento era stato classificato come sicuro, non può dar adito ad alcun risarcimento in quanto mera opinione, come tale non passibile di essere classificata errata sulla base di dati oggettivi". La motivazione del Tribunale capitolino lascia alquanto perplessi, dal momento che, sebbene riconosca come errata la valutazione dell'agenzia di *rating*, relega il giudizio ad una mera opinione che non può essere classificata errata sulla base di dati oggettivi, non tenendo conto della natura professionale dell'attività svolta dall'agenzia.

CONCLUSIONI

L'analisi svolta ha voluto mettere in evidenza il valore e la responsabilità delle agenzie di *rating* del credito. Dalla loro nascita ad oggi, dette agenzie hanno avuto una notevole evoluzione, diventando, per così dire, "padrone" dei mercati finanziari di tutto il mondo, potendo decretare il successo o il fallimento di un emittente o di uno strumento finanziario emesso. Il gap informativo tra investitori ed emittenti che, in un contesto di sempre maggiore complessità dei prodotti finanziari presenti sui mercati e, quindi, di difficile comprensione per gli investitori (soprattutto per gli investitori *retail*), nel corso degli anni è andato allargandosi, sicuramente ha rappresentato una minaccia di non poco conto per la trasparenza ed il corretto funzionamento dei mercati finanziari. Le agenzie di *rating* si sono rivelate, quantomeno all'inizio, un'ottima soluzione al problema dell'asimmetria informativa. Questo finché la brama di potere, in virtù del riconoscimento che veniva (e viene) loro fatto dagli operatori del mercato, non le ha portate ad abusare della loro posizione, creando una serie di fenomeni che hanno messo più volte a rischio la stabilità dell'intero sistema finanziario ed economico. Dunque, nel tempo, si sono rivelate essere solo in parte soluzione al problema.

Ciò detto, ritengo che, paradossalmente, si sia arrivati allo sviluppo di un gap informativo tra agenzie e investitori. Basti pensare, come è stato evidenziato nel corso della trattazione, alle innumerevoli crisi finanziarie susseguitesi nel corso degli anni, fino ad arrivare alla più recente e devastante crisi dei mutui *subprime*, dovute principalmente a giudizi di alta affidabilità che, fino al giorno precedente lo scoppio della crisi, erano stati attribuiti dalle principali agenzie di *rating* del credito (le cosiddette tre sorelle: Moody's, Standard & Poor's e Fitch) a quelle banche che successivamente hanno dovuto dichiarare il *default*. Dunque, sebbene le cause della crisi non possano essere rinvenute unicamente nei *rating* assegnati dalle agenzie, che in seguito si sono rivelati essere non veritieri, è difficile pensare che queste non detenessero informazioni sufficienti e tali da conoscere la reale situazione economico-finanziaria delle banche, poi fallite; soprattutto se si pensa che si è passati da un *rating* di massima affidabilità al *default*. Per quanto si voglia riconoscere al *rating* la natura di mera opinione, gli investitori non si aspettavano di certo un simile epilogo. Il quadro appena delineato evidenzia, dunque, l'importanza dell'informazione all'interno dei mercati finanziari; tant'è che si è arrivati ad affermare che essa assurge alla funzione di bene pubblico ed è protagonista assoluta nei mercati. Infatti, l'informazione rappresenta il presupposto primario affinché si possa avere un mercato efficiente. In considerazione dei meccanismi che muovono i mercati finanziari, va precisato che l'informazione veicolata dal *rating* non si configura come un tipo di informazione isolata e

indipendente dalle altre. Infatti, i prezzi delle attività finanziarie scambiate nei mercati finanziari dipendono da informazioni sia pubbliche che private, nonché da fattori interni ed esterni; si tratta di informazioni che sono interdipendenti e, dunque, si influenzano reciprocamente, determinando il prezzo dei prodotti finanziari negoziati sui mercati. Per esempio, una stessa notizia può avere effetti diversi sui mercati a seconda delle informazioni apportate da altri fattori con cui interagisce. L'interdipendenza delle informazioni sui mercati porta a comprendere come sia stato possibile che i giudizi emessi dalle agenzie siano stati in grado di generare una crisi sistemica.

Il comportamento scorretto delle agenzie di *rating*, attraverso l'emissione di giudizi falsati, si "giustifica" nella presenza dietro le quinte degli stessi emittenti oggetto di valutazione da parte delle agenzie. È infatti documentato che la compagine azionaria delle principali agenzie di *rating* è composta dai principali fondi di investimento americani, con un evidente conflitto di interessi¹⁷⁸. In più, c'è da tener conto del modello tutt'ora vigente dell'*issuer-pay*. Infatti, "Secondo l'attuale modello, l'agenzia, soggetto terzo rispetto all'emittente dei titoli e ai potenziali interessati dei contenuti della valutazione del rischio di investimento, è in realtà legata contrattualmente al primo, che ha dunque interesse a sostenere i costi delle valutazioni al fine di orientare le decisioni di investimento. Nella sostanza non si evidenziano cambiamenti rilevanti, [rispetto al precedente modello *investor-pay*] dal momento che i costi sostenuti dagli emittenti sono poi scaricati sugli investitori, tuttavia, sin da subito, emergeva un evidente conflitto di interessi in capo alle agenzie"¹⁷⁹. A fronte di queste problematiche, è chiaro che la credibilità delle agenzie di *rating* è stata fortemente messa in discussione. Infatti, le agenzie "hanno cominciato da qualche anno a questa parte ad assegnare il voto massimo non solo alle semplici obbligazioni emesse da debitori sicuri, ma anche a prodotti strutturati estremamente complessi creati dalle banche d'investimento e la cui solidità sarebbe derivata dalla diversificazione delle obbligazioni sottostanti. Proprio di questo vengono accusate ora le agenzie: di aver aggiunto al conflitto d'interessi intrinseco nel loro modello di business (il *rating*

¹⁷⁸ A riguardo, "Nel contestare l'operato di Standard&Poor's, Moody's e Fitch, molti osservatori hanno ricordato che le maggiori agenzie di *rating* non sono società neutrali, ma sono controllate da multinazionali di industria, finanza ed editoria, soprattutto (ma non solo) americane. Da allora, si sono susseguite le proposte per contenere queste società e i loro *downgrade* che qualcuno ha definito "mirati". Tra le proposte avanzate, la formazione di un'agenzia gestita dall'Unione Europea, con il compito di fornire valutazioni più indipendenti e meno legate al quasi-monopolio americano; la valorizzazione di agenzie minori (europee, asiatiche e americane) che si sono spesso rivelate più affidabili; lo sganciamento dei *rating* dalle regole; la sospensione dei giudizi nel caso in cui i paesi siano in difficoltà; la sospensione del *rating* sovrano in toto. O, addirittura, la chiusura definitiva del capitolo *rating*".

Si può fare a meno del rating?, in "Il Giornale", 2012.

¹⁷⁹ A. CASTALDO, L. PALLA, *op. cit.*, p. 102.

è pagato dall'emittente, non dall'investitore) il ruolo di "fiancheggiatore" di chi ha architettato prodotti che potessero aggiudicarsi la valutazione massima"¹⁸⁰.

Come si è detto nei capitoli precedenti, la reputazione delle agenzie di *rating* è fondamentale per la loro stessa sopravvivenza, ma, agendo in questo modo, tale reputazione è stata fortemente minata, portando ad una crisi di fiducia da parte degli investitori in dette agenzie. Una fiducia che, dopo gli accadimenti degli ultimi anni e la conseguente crisi dell'intero sistema finanziario, richiederà un grande impegno da parte delle agenzie per essere ripristinata. A fronte di tale problematica, le riforme legislative rappresentano un importante passo avanti. Probabilmente, però, il legislatore sarebbe dovuto intervenire in maniera più incisiva già dalle prime crisi verificatesi in passato, tra le cui cause si sospettava un comportamento poco chiaro e poco trasparente delle agenzie di *rating* nello svolgimento della propria attività. Soltanto in tempi recenti si è giunti, con un'impropria lentezza rispetto al problema e alle devastanti conseguenze che un giudizio errato sul merito di credito di un emittente è stato in grado di generare, ad una regolamentazione più stringente dell'attività svolta dalle agenzie di *rating*, con un quadro normativo ancora oggetto di dibattito e in evoluzione. Ciò nonostante, è evidente che tali interventi non sono bastati. C'è chi ritiene che, ad oggi, il mondo della finanza non possa fare a meno del *rating* e, quindi, non si può pensare di eliminarlo. Infatti, "Il *credit rating* è uno strumento informativo formidabile, poiché consente all'investitore di allocare le proprie risorse con cognizione dei rischi e con il vantaggio della facile comprensibilità; consente il risparmio di costi di finanziamento in capo agli emittenti dotati di un buon *rating* e limita la discrezionalità degli intermediari che devono giustificare le loro politiche di investimento"¹⁸¹. Piuttosto andrebbero modificate o eliminate quelle norme che, in sostanza, impongono il ricorso a queste valutazioni; c'è, invece, chi ritiene che possa essere utile attribuire un *rating* alle stesse agenzie di *rating*. realtà, in molti sostengono che il problema non sia il *rating* in sé, ma, piuttosto, il ruolo acquisito dalle agenzie. In particolare, il problema sarebbe rinvenibile nel comportamento scorretto delle stesse. In tal senso, c'è chi ritiene che bisognerebbe prima di tutto svincolare le valutazioni dalle regole di comportamento, per poi risolvere il problema del conflitto di interessi e della trasparenza. Ancora, c'è chi ritiene che sia necessaria una maggiore concorrenza, e, quindi, la presenza di un maggior numero di agenzie di *rating*, che utilizzino approcci differenti; e chi pensa ad un ritorno al modello secondo cui è l'investitore, e non l'emittente, a pagare per ottenere il giudizio. Non è, invece, convincente l'idea di istituire un'agenzia governativa europea, piuttosto che agenzie di *rating* pubbliche, come alternativa al modello *issuer-pays*, che

¹⁸⁰ A. MERLI, *Agenzie di rating, la fiducia è una cosa seria*, in "Il Sole24ORE", settembre 2007.

¹⁸¹ P. GILA, M. MISCALI, op. cit., p. 110.

pure farebbero sorgere un problema di conflitto di interessi, soprattutto nel caso in cui l'agenzia si trovi a dover valutare i debiti sovrani.

Convenendo sull'opinione comune secondo cui il *rating* non possa essere eliminato, essendo in sé uno strumento utile per le valutazioni del merito di credito degli emittenti e per quelle relative agli strumenti finanziari, ritengo che una severa vigilanza possa essere una delle strade per superare il problema in questione. Sicuramente, come si è visto, con il Regolamento UE n. 513 del 2011 sono stati fatti importanti passi avanti in tal senso. Ancora, ritengo che debba essere messa a punto una normativa che disciplini la composizione della compagine azionaria di ciascuna agenzia di *rating*. Riguardo al problema della concorrenza, una maggiore concorrenza nel settore potrebbe sembrare un'altra possibile soluzione, ma, in realtà, porterebbe le agenzie ad offrire prezzi più bassi o valutazioni ancora più generose per accaparrarsi un maggior numero di clienti. Ritengo, invece, che la previsione della "regola di rotazione", cioè la necessità di cambiare regolarmente agenzia di *rating*, contenuta nella proposta di modifica del Regolamento n. 1060 del 2009, possa essere efficace. Con riferimento, invece, all'ipotesi di un ritorno al vecchio modello *investor-pay*, credo che anche in questo caso si possa venire a configurare un conflitto di interessi. A riguardo, indipendentemente dal modello adottato, *issuer-pay* o *investor-pay*, potrebbe rivelarsi utile una normativa che imponga a tutti gli emittenti, o investitori, di richiedere un *rating*, a fronte del pagamento di un corrispettivo standard e che consenta alle agenzie di coprire i costi del servizio reso, con un margine di profitto. Questo, però, non deve voler dire che si debba fare affidamento unicamente ed automaticamente sul *rating*. Resta, infatti, il suo valore di mera opinione.

Sul piano della responsabilità civile delle agenzie di *rating*, invece, sarebbe auspicabile un più chiaro ed incisivo intervento da parte dell'Unione Europea, che uniformasse l'azione legislativa dei singoli Stati membri della comunità, anziché delegare loro l'intervento in merito alla responsabilità civile delle agenzie secondo la normativa vigente in ciascuno Stato.

Sicuramente la materia è complessa e c'è molta carne al fuoco. È, tuttavia, necessario che si pervenga al più presto ad una soluzione efficiente ed efficace, per scongiurare nuove possibili crisi finanziarie dovute, in tutto o in parte, ai *rating* attribuiti dalle agenzie.

BIBLIOGRAFIA

ALPA G., *La responsabilità civile. Principi*, Torino, Utet, 2010.

ALPA G., *La responsabilità civile delle agenzie di rating. Alcuni rilievi sistematici*, in “*Riv. trim. dir. econ.*”, 2013.

AKERLOF G.A., *The Market for ‘Lemons’: Quality, Uncertainty and the Market Mechanism*, in “*The Quarterly Journal of Economics*”, Vol. 84, n. 3, Agosto 1970.

AMMANNATA L., *Mercati finanziari, società di rating, autorità ed organismi di certificazione*, in “*Amministrazione in cammino, Rivista elettronica di diritto pubblico, di diritto dell’economia e di scienza dell’amministrazione*”, maggio 2012.

AMMANNATI L., *Il ‘valore’ del rating nelle regolazioni pubbliche: Regolare il mercato del rating o superare il rating?*, in “*Rivista della Regolazione dei mercati*”, n. 2, 2014.

ANOLLI M., in “*Si può fare a meno del rating?*”, in “*Il Giornale*”, maggio 2012.

BECKER B., MILBOURN T., *Reputation and competition: Evidence from the credit rating industry*, in “*Harvard Business School Working Paper*”, Boston, n. 09-051, 2008.

BELLISARIO E., *Certificazioni di qualità e responsabilità civile*, Milano, Giuffrè, 2011.

BENEDETTELLI M.V., *La responsabilità civile delle agenzie di rating tra conflitti di leggi e conflitti di giurisdizioni*, in “*Analisi Giuridica dell’Economia*”, n. 2, 2012.

BOOT A.W.A., MILBOURN T.T., SCHMEITS A., *Credit ratings as coordination mechanisms*, in “*Review of Financial Studies*”, 2006.

BUSNELLI F.D., PATTI S., *Danno e responsabilità civile*, terza ed., Torino, Giappichelli, 2013.

CAPRIGLIONE F., *I “prodotti” di un sistema finanziario evoluto. Quali regole per le banche? (Riflessioni a margine della crisi causata dai mutui sub-prime)*, in “*Banca borsa tit. cred.*”, 2008.

CAPRIGLIONE F., *MANUALE DI DIRITTO BANCARIO E FINANZIARIO*, Vicenza, CEDAM, 2015.

CASSAZIONE CIVILE, sez. un., 30 ottobre 2001, n. 13533, Pres. Vela – Rel. Preden – P.M. Iannelli (diff.) – Gallo (avv. Arceri) c. Centro Culturale Latino Americano El Charango, Inadempimento e onere della prova: le Sezioni Unite compongono un contrasto e ne aprono un altro, in *CORRIERE GIURIDICO*, n. 12, 2001.

CASTALDO A., PALLA L., *L'informazione nei mercati finanziari: il ruolo delle agenzie di rating. Origine, evoluzione e opzioni di policy del mercato dei giudizi*, Torino, Giappichelli, 2016.

CERVONE E., *Riflessioni per un'indagine sulle agenzie di rating*, in *“Riv. trim. dir. econ.”*, 2009.

COFFEE J.C. JR., RATINGS REFORM: THE GOOD, THE BAD AND THE UGLY, in *“Harvard Business Law Review”*, 2011.

COMMISSIONE DELLE COMUNITA' EUROPEE, Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo alle agenzie di rating del credito, Bruxelles, 12 novembre, 2008.

CONSOB, RECEPIMENTO DELLA DIRETTIVA 2014/65/UE (MiFID II) E ATTUAZIONE DEL REGOLAMENTO (UE) 600/2014 (MiFIR), MODIFICHE AL REGOLAMENTO MERCATI. Documento per la consultazione 31 luglio 2017.

DA SILVA RODRIGUES S., CAIO GALDI F., *Investor relations and information asymmetry*, in *“Revista Contabilidade & Financas”*, 2017.

DE CANDIA R., *La teoria del contatto sociale: profili generali, disciplina, casistica*, in *“Diritto & Diritti”*, ISSN 1127-8579, 2017.

DEPETRIS E., *La responsabilità civile delle agenzie di rating del credito nella disciplina italiana ed europea*, Torino, Giappichelli, 2015.

DEZZANI F., *“Basilea 2” e il merito creditizio delle imprese*, in *“Società”*, 2007.

DI DONNA L., *LA RESPONSABILITA' CIVILE DELLE AGENZIE DI RATING. Mercato finanziario, allocazione dei rischi e tutela dell'investitore*, Lavis (TN), CEDAM, 2012.

DI DONNA L., *Danni da rating e rimedi degli investitori*, in *“Le agenzie di rating. Atti del convegno. Salerno, novembre 2012”*, a cura di A. Principe, Milano, Giuffrè, 2014.

DI VINCENZO M., *Società di rating: la minaccia fantasma. Verso una graduale erosione del loro potere*, in *“Diritto e normative finanziaria”*, 2013.

- DUFF A., *The Credit Ratings Agencies and Stakeholder Relations: Issues for Regulators*, in “*Journal of International Banking and Financial Law (UK)*”, 2009.
- FACCI G., *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, in “*Contratto e impresa*”, 2008.
- FENDER I., MITCHELL J., *Finanza strutturata: complessità, rischio e impiego del rating*, in “*Rassegna trimestrale BRI*”, giugno 2005.
- FERRI G., LACITIGNOLA P., *Concorrenza e agenzie di rating: il dibattito economico*, in “*Analisi Giuridica dell’Economia*”, 2012.
- FERRI G., LACITIGNOLA P., *Le agenzie di rating*, Bologna, il Mulino, 2014.
- FUSARO A., *Rating finanziario e responsabilità nei confronti dell’emittente*, in “*Contr. e impr.*”, 2012.
- GALARDO M., *Intervento*, in “*Le agenzie di rating. Atti del convegno. Salerno*”, novembre 2012, a cura di A. Principe, Milano, Giuffrè, 2014.
- GALGANO F., *Le mobili frontiere del danno ingiusto*, in “*Contr. e impr.*”, 1985.
- GASPARINI CASARI V., *Le agenzie di rating*, in “*Dir. econ.*”, 2011.
- GAZZONI F., *Manuale di diritto privato*, quattordicesima ed., Napoli, ESI, 2009.
- GHIELMI C., *La direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi*, in “*Rivista di Diritto Bancario*”, FINANZA, aprile 2012.
- GILA P., MISCALI M., *I SIGNORI DEL RATING, Conflitti di interesse e relazioni pericolose delle tre agenzie più temute dalla finanza globale*, Torino, Bollati Boringhieri, 2012.
- GINEVRI S., *Le società di rating nel regolamento CE n. 1060/2009: profili organizzativi dell’attività*, in “*Nuove leggi civ. comm.*”, 2010.
- GRECO F., *La responsabilità “extracontrattuale” dell’agenzia di rating nei confronti dell’investitore*, in “*Riv. dir. banc.*”, 2013.
- KERWER D., *Holding Global Regulators Accountable: the Case of Credit Rating Agencies*, “*Working paper, School of Public Policy*”, University College London, 2004.
- IOSCO STATEMENT OF PRINCIPLES REGARDING THE ACTIVITIES OF CREDIT RATING AGENCIES. A STATEMENT OF THE TECHNICAL COMMITTEE OF THE

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS, 25 September 2003.

LAMANDINI M., *Credit Rating Agencies (CRAs) and European Regulation*, in “*European Company Law 6*”, n. 3, 2009.

LEHMANN M., *Civil Liability of Rating Agencies: An Insipid Sprout from Brussels*, “*LSE Legal Studies Working Paper*”, n. 15, giugno 2014.

LENER R., RESCIGNO M., *Agenzie di rating e conflitti di interesse: sintomi e cure*, in “*Analisi Giuridica dell’Economia*”, n. 2, 2012.

LINCIANO N., *La crisi dei mutui subprime. Problemi di trasparenza e opzioni di intervento per le Autorità di vigilanza*, in *Quaderni di Finanza della Consob*, n. 62, settembre 2008

LUKAS F., *La responsabilità delle società di rating nei confronti dei soggetti valutati (per l’emissione di solicited o unsolicited rating) e nei confronti dei terzi*, in “*Le agenzie di rating. Atti del convegno. Salerno*”, novembre 2012, a cura di A. Principe, Milano, Giuffrè, 2014.

MARIANELLO M., *La responsabilità dell’agenzia di rating nei confronti dei terzi risparmiatori*, in “*Resp. civ.*”, 2008.

MASCIANDARO D., *Non oracoli solo opinioni*, in “*Il Sole 24 Ore*”, gennaio 2012

MESSORI M., *Informazione e mercati finanziari*, in “*AGE*”, n. 2, 2006.

MIRABILE C., *Responsabilità aquiliana della banca per divulgazione di false o errate informazioni*, in “*Banca, borsa, tit. cred.*”, 1990.

MISHKIN F. S., EAKINS S. G., FORESTIERI G., *Istituzioni e mercati finanziari*, seconda ed., Pearson, 2010.

MONTI E., *Le asimmetrie informative e l’attività di rating: una proposta per l’Italia*, in “*Bancaria*”, 1995.

NAVA M., in “*Corriere della Sera*”, agosto 2011.

NICITA A., *Ma chi fa il rating a chi fa il rating?*, in “*Economia & Lobby*”, “*Il Fatto Quotidiano*”, 2011.

OLIVIERI G., *I servizi di rating tra concorrenza e regolazione*, in “*Anal. giur. econ.*”, 2012.

ONADO M., *I nodi al pettine. La crisi finanziaria e le regole non scritte*, Bari, Laterza, 2009.

- PAGANO M., VOLPIN P., *Credit Ratings Failures and Policy Options*, in “*Working Paper, Tilburg University*”, 2009.
- PALETTA A., *Dalla crisi del 2008 all’evoluzione normativa e regolamentare del rating*, in “*Il Sole 24 Ore*”, 23 marzo 2017.
- PARKER E., *Regulation of Credit Rating Agencies in Europe*, in “*Journal of International Banking and Financial Law*”, 2009.
- PARMEGGIANI F., *I problemi regolatori del rating e la via europea alla loro soluzione*, in “*Banca imp. soc.*”, 2010.
- PARMEGGIANI F., *La regolazione delle agenzie di rating tra tentativi incompiuti e prospettive future*, in “*Giur. comm.*”, n. 1, 2010.
- PARMEGGIANI F., *La responsabilità dell’agenzia di rating e dell’intermediario finanziario nella vendita dei bond Lehman Brothers*, in “*Giur. comm.*”, 2013.
- PARTNOY F., *THE SISKEL AND EBERT OF FINANCIAL MARKETS?: TWO THUMBS DOWN FOR THE CREDIT RATING AGENCIES*, in “*Washington University Law Quarterly*”, 1999.
- PARTNOY F., *Overdependence on Credit Ratings was a Primary Cause of the Crisis*, “*San Diego Legal Studies Paper*”, n. 09-015, luglio 2009.
- PARTNOY F., *Rethinking Regulation of Credit Rating Agencies: An Institutional Investor Perspective*, in “*Journal of International Banking Law and Regulation*”, Vol.25(4), aprile 2010.
- PAVESI F., *La complessità del rating*, in “*Il Sole 24 Ore*”, agosto 2010.
- PERASSI M., *Verso una vigilanza europea. La supervisione delle agenzie di rating*, in “*Analisi Giuridica dell’Economia*”, n. 2, 2012.
- PICARDI L., *Il rating fra crisi e riforma dei mercati finanziari*, in “*Riv. dir. civ.*”, 2009.
- PIVATO S., *Il rating, lo stato dell’arte*, in “*Il rating. La valutazione del debito e la stabilità dei mercati finanziari in Italia*”, a cura di S. PIVATO, “*Il Sole 24 Ore Libri*”, Milano, 1995.
- PRESTI G., *Le agenzie di rating: dalla protezione alla regolazione*, in “*Jus: Rivista di scienze giuridiche*”, 2009.

PRESTI G., *Take the “AAA” train: note introduttive sul rating*, in “*Analisi giuridica dell’economia*”, 2012 .

RESTI A., SIRONI A., *Rischio e valore nelle banche. Misura, regolamentazione, gestione*, Milano, EGEA, 2008.

RODORF R., *Importanza e limiti dell’informazione nei mercati finanziari*, in “*Giurisprudenza Commerciale*”, n. 6, 2002.

ROMANO G., *Le agenzie di rating del credito: fenomenologia e regolamentazione*, in “*Archivio CERADI*”, Rivista on-line del Centro di Ricerca per il Diritto d’Impresa della LUISS-Guido Carli, ottobre 2010.

SAMUELSON P.A., NORDHAUS W.D., *Economia*, diciassettesima ed., Milano, McGraw-Hill, 2002.

SANNA P., *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, Napoli, Edizioni Scientifiche Italiane, 2011.

SANTOSUOSSO D.U., *Le tutele sono scritte nel Tuf*, “*Il Sole 24 Ore*”, 2007.

SAPIENZA S., *GENSTIONE COLLETTIVA DEL RISPARMIO, La Direttiva sui Gestori di Fondi di Investimento Alternativi (AIFMD): impianto normativo e impatto per l’industria italiana dei fondi*, in “*Rivista di Diritto Bancario*”, giugno 2013.

SEC, *Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets*, As Required by Section 702(b) of the Sarbanes-Oxley Act of 2002, 2003.

TROISI A., *LE AGENZIE DI RATING. REGIME DISCIPLINARE E PROFILI EVOLUTIVI*, San Giuliano Milanese, CEDAM, 2013.

ZENO-ZENOCOVICH V., voce *Informazione (profili civilistici)*, in “*Dig. disc. priv.*”, sez. civ., quarta ed., vol. IX, Torino, Utet, 1993.

SITOGRAFIA

www.standardandpoors.com

www.moodys.com

www.fitch.com

www.ilsole24ore.com

www.corporatecriteria.standardandpoors.com

www.wikipedia.org

www.consob.it

www.occ.treas.gov

www.sec.gov

www.internazionale.it

www.borsaitaliana.it

www.europarleuropa.eu

www.mobile.ilcaso.it

www.slownews.it

RIASSUNTO

VALORE E RESPONSABILITA' DELLE AGENZIE DI RATING

La nascita delle agenzie di *rating* del credito risale ai primi anni del Novecento. All'epoca il mercato obbligazionario esisteva già da secoli, ma fino ad allora non si era avvertita l'esigenza di ricorrere a dei giudizi su questi titoli, trattandosi per lo più di obbligazioni emesse dallo Stato, o garantite dallo stesso e, quindi, ragionevolmente sicure. Inoltre, gli scambi erano per lo più locali e personali, così da non rendere necessaria l'informazione. È solo con lo sviluppo industriale che si inizia ad avvertire l'esigenza di strutture in grado di dare informazioni sui soggetti operanti nei mercati finanziari e sulle operazioni dagli stessi svolte. Da qui, intorno alla metà del 1800, il mercato americano consentì agli investitori di poter accedere ad un set di informazioni riguardanti le opportunità di investimento quantitativamente e qualitativamente migliori creando tre strutture: *le credit reporting agencies*, la stampa specializzata economico finanziaria e le banche di investimento. Questo rappresentò un primo passo verso la creazione delle attuali agenzie di *rating*. La crescita delle agenzie di *rating* fu favorita dalla prima guerra mondiale che portò l'America ad accumulare un'enorme quantità di debito pubblico, rendendo necessario il suo collocamento presso una cerchia sempre più ampia di investitori. La reputazione delle agenzie di *rating* si rafforzò in seguito alla crisi del '29 che rese forte l'esigenza di giudizi in grado di indirizzare le decisioni di investimento. Agli inizi degli anni Trenta le agenzie furono anche incluse nella regolamentazione finanziaria degli Stati Uniti. Tuttavia, in seguito, queste istituzioni subirono un declino, causato dalla perdita di vitalità dei mercati per ciò che concerne la componente privata, oltre che dalla presenza nei mercati finanziari di obbligazioni per lo più governative, quindi considerate sicure. Solo tra gli anni Settanta e Novanta le agenzie di *rating* rifiorirono ed ebbero uno sviluppo strutturato. In quel periodo il mercato privato iniziò a crescere grazie all'ingresso sui mercati di nuove imprese. Di conseguenza, ci fu un aumento del numero di emittenti e investitori sui mercati finanziari che misero in atto strategie di investimento sempre più complesse e diversificate. Ancora oggi, sono tre le agenzie di *rating* a dominare sui mercati finanziari, le cosiddette "tre sorelle": Moody's, Standard & Poor's (S&P's) e Fitch. Il *rating* è un giudizio emesso da società specializzate (le agenzie di *rating*) sulla probabilità di *default* e, quindi, del merito di credito (*creditworthiness*), ovvero del rischio di credito, dell'emittente titoli. Lo scopo del *rating* è migliorare l'efficienza del mercato dei capitali, elaborando giudizi indipendenti, corretti, affidabili e tempestivi, sulla probabilità di *default* di un emittente, ovvero sulla sua capacità di ripagare debito ed interessi sui titoli emessi. Tale giudizio viene considerato dagli

investitori come un indicatore per capire se un titolo può essere affidabile o meno. Utilizzare questo giudizio come informazione conviene, considerando i costi che l'investitore andrebbe a sostenere per reperirle autonomamente. In aggiunta alla valutazione del merito di credito di emittenti e titoli, le agenzie di *rating* valutano anche il *recovery*, ovvero la probabilità che, in caso di *default*, gli investitori riescano a recuperare il proprio investimento. Il giudizio può riguardare sia l'emittente che la singola emissione. Nel primo caso si parla di *issuer credit rating* (o *rating* dell'emittente); il merito di credito viene valutato considerando l'emittente nel suo complesso, l'insieme delle sue passività e la sua capacità di onorare regolarmente le proprie obbligazioni. Nel secondo caso, invece, si parla di *issue-specific credit rating* (o *rating* dello strumento); oggetto di valutazione è il merito di credito della singola emissione, con riferimento alla probabilità di regolare il pagamento di capitale ed interessi di un certo prestito obbligazionario. Si individuano tre tipologie di utilizzatori del *rating*: gli emittenti, gli intermediari finanziari e gli investitori. Per la valutazione del merito di credito le agenzie seguono modalità di valutazione abbastanza simili. Ciò che cambia è come il giudizio viene espresso sul piano formale. Caratteristica importante del *rating* è che non si tratta di un giudizio definitivo. Infatti, una volta che il giudizio è stato assegnato e pubblicato, o qualora si dovessero verificare particolari eventi atti ad incidere sullo stesso, inizia una fase cosiddetta di sorveglianza (*rating watch*), durante la quale il *rating* è sottoposto a revisione periodica (solitamente una volta all'anno). I criteri che le agenzie utilizzano per effettuare le proprie valutazioni riguardano: il grado di solvibilità dell'emittente, ovvero la capacità dello stesso di onorare gli impegni assunti verso gli investitori; la natura e la tipologia di obbligazione emessa; l'esistenza di forme di protezione dell'investitore, a fronte di fallimenti o di situazioni di *default*. Questi criteri valutano la probabilità di rimborso delle obbligazioni attraverso due tipi di analisi: l'analisi qualitativa e l'analisi quantitativa. Tutte le informazioni, qualitative e quantitative, confluiscono e vengono sintetizzate nel *rating*. In particolare, ad ogni valore del *rating* è associata una certa probabilità di *default*. Due sono le tipologie di *rating*: gli *short-term rating* (*rating* a breve termine) e i *long-term rating* (*rating* a lungo termine). La simbologia differirà a seconda della categoria di appartenenza dello strumento, ovvero a seconda che la valutazione del merito creditizio riguardi uno strumento di debito a breve o a lungo termine. L'uso di scale di *rating* diverse per le due categorie è dovuto ai diversi rischi alle stesse associati. Infatti, gli investimenti a lungo termine configurano un rischio maggiore, poiché vi è una maggiore difficoltà e incertezza nel prevedere eventi futuri. Normalmente, il *rating* viene commissionato dagli emittenti. In questo caso si parla di *solicited ratings*; gli emittenti richiedono la valutazione esterna delle agenzie di *rating* pagandole, consentendo loro di accedere ai propri dati e di poter avere informazioni riservate sull'attività svolta. Dall'altra parte, invece, troviamo gli *unsolicited ratings*; le agenzie di *rating* decidono liberamente, senza aver ricevuto alcun incarico, di emettere un giudizio relativo ad un emittente o

un'emissione, utilizzando solo le informazioni che ottengono dal mercato e che sono a disposizione di tutti gli operatori. Le asimmetrie informative tra investitori ed emittenti i titoli determinano delle inefficienze nel funzionamento dei mercati finanziari. Si parla di asimmetria informativa quando una delle due parti coinvolte in una transazione non ha informazioni sufficienti sull'altra parte per poter prendere decisioni corrette. Se tutti gli investitori potessero disporre di queste informazioni sarebbero in grado di discriminare le aziende sane da quelle problematiche e, di conseguenza, sarebbero disposti a pagare l'intero valore dei titoli emessi dalle aziende sane che, a loro volta, vorranno vendere i loro titoli. Per ovviare alle inefficienze di mercato prodotte dalle asimmetrie informative, e quindi fornire informazioni complete agli investitori, si è pensato di ricorrere a società private la cui attività è quella di raccogliere, elaborare e vendere le informazioni sulle aziende emittenti titoli sui mercati finanziari. Questo è ciò che fanno le agenzie di *rating*. Nella determinazione del *rating* le agenzie si basano su informazioni sia pubbliche che private (quest'ultime fornite dall'emittente che viene valutato). Tali informazioni rappresentano un costo per le agenzie di *rating*, ma, allo stesso tempo, investendo nella raccolta di informazioni, queste hanno la possibilità di accumulare capitale reputazionale. Può, però, succedere che, una volta consolidato il capitale reputazionale, le agenzie siano portate a ridurre gli investimenti nella raccolta e analisi di informazioni, riducendo così i propri costi. In realtà, ci vuole tempo per formare e consolidare il capitale reputazionale; ogni volta che le agenzie emettono un *rating* mettono in gioco la propria reputazione, di conseguenza queste sarebbero disincentivate dal ridurre gli investimenti nella raccolta delle informazioni. Il potere di mercato che oggi hanno le agenzie di *rating* è frutto della loro capacità di costruire la propria reputazione, ma anche perché le stesse vendono licenze regolamentari (*regulatory license*). Il gap informativo tra investitori ed emittenti esiste ed è difficile da annullare, si può soltanto pensare di ridurlo. È proprio nell'ambito di questa asimmetria informativa che emerge a pieno il valore dell'informazione, considerata come bene pubblico, in quanto fondamentale per assicurare l'efficienza dei mercati finanziari. Dunque, l'informazione è alla base della realizzazione di un mercato efficiente, di conseguenza, si configura come protagonista assoluta nei mercati finanziari e come determinante del prezzo dei prodotti finanziari negoziati sul mercato. Riguardo la loro attività, le agenzie di *rating* godono di un vantaggio di costo nella produzione di informazioni, esse raccolgono elaborano e distribuiscono tali informazioni per poi utilizzarle più volte, sfruttando quindi le economie di scala. Il pericolo è che queste società possano utilizzare tali informazioni per soddisfare i propri interessi, fornendone di false o nascondendole. In tal caso, si avrebbe una riduzione della qualità delle informazioni nei mercati, un aumento dell'asimmetria informativa e una riduzione dell'efficienza del sistema finanziario. Poiché le agenzie di *rating* sono pagate dagli emittenti a cui erogano il servizio, il rischio è che dette agenzie possano emettere giudizi positivi per aumentare la propria clientela. In tal caso si avrebbe un evidente conflitto di interessi. Prima degli anni Settanta, il profitto di queste

società proveniva principalmente dagli investitori, che pagavano per ottenere informazioni sul valore dei titoli. Successivamente, con le nuove tecnologie, si è avuta la possibilità di reperire, elaborare e diffondere più facilmente dette informazioni. Di conseguenza, il profitto delle agenzie di *rating* iniziò a ridursi per cui si decise di passare ad un modello secondo cui a pagare sarebbero stati gli emittenti dei titoli e non più gli investitori. Questo è il modello attualmente in vigore. Una ulteriore fonte del conflitto di interessi, per quanto riguarda le agenzie di *rating*, si individua nell'aumento dei servizi offerti dalle stesse. Di recente, infatti, le agenzie, per aiutare gli emittenti ad ottenere un giudizio migliore, hanno iniziato ad offrire diversi servizi di consulenza. Questa nuova attività porta le agenzie di *rating* a dover valutare il loro stesso lavoro, generando un evidente conflitto di interessi. Dunque, il conflitto di interessi, portando ad una riduzione delle informazioni ritenute affidabili, porta ad un'inefficiente allocazione delle risorse. Infine, si osserva che le agenzie di *rating* hanno partecipazioni strategiche di fondi e investitori internazionali; nei loro board siedono manager e finanziari che hanno relazioni con banche e industrie con rilevanti interessi sui mercati. D'altro canto, non è detto che ciò avvenga. Infatti, se lo sfruttamento di un conflitto di interessi si rendesse visibile al mercato, la reputazione delle agenzie di *rating* sarebbe compromessa, diminuirebbe la credibilità dei *rating* emessi, e, data l'importanza di tali istituzioni nel sistema finanziario, l'abuso di una posizione in conflitto di interessi determinerebbe una riduzione dei profitti futuri delle agenzie, dal momento che il mercato è comunque in grado di verificare la qualità di *rating* ambigui, potendo osservare le performance dei diversi titoli. C'è da dire, però, che se questo è vero nel lungo termine, non è detto che lo sia nel breve termine. Ad accentuare il conflitto di interessi vi sono poi i cosiddetti *non rating services*. Si tratta di servizi accessori che non sono legati al giudizio di *rating*, ma che rappresentano un profitto certo, e a volte considerevole, per le agenzie. Di conseguenza, quest'ultime sono portate a dare una valutazione migliore al merito di credito dell'emittente, pur di mantenere con esso i rapporti e, quindi, i profitti, derivanti da tali servizi accessori. D'altro canto, però, c'è da dire che le agenzie di *rating* tengono alla loro credibilità e reputazione come soggetti indipendenti ed imparziali nell'attribuzione del giudizio e, in aggiunta, c'è che i profitti non sono tali da indurle a mettere in discussione il valore loro riconosciuto. Inoltre, oggi, le società si rivolgono a più agenzie per ottenere il *rating*, di conseguenza si riduce la possibilità che si verifichino alterazioni del giudizio da parte delle stesse. In ultimo, le agenzie dispongono di un'ampia clientela, così che non hanno bisogno di legarsi ad un unico emittente. Per ciò che concerne gli obblighi di trasparenza imposti alle agenzie di *rating*, sebbene sembrano rientrare più in quelli degli emittenti che in quelli degli intermediari finanziari, in realtà, in questi ultimi si individua una maggiore attenzione alla tutela dell'investitore, oggi rafforzata dalla normativa europea grazie alla previsione di una specifica disciplina della responsabilità civile delle agenzie di *rating*, nel momento in cui si verifichi la violazione di alcune disposizioni sulla trasparenza. Il Codice dei Fondamenti di Condotta IOSCO, nella parte dedicata

alla “responsabilità delle agenzie di *rating* del credito nei confronti del pubblico degli investitori e degli emittenti” presenta una specifica sezione in cui tratta della trasparenza, andando così a mettere in rilievo il legame tra la trasparenza dei *rating* e la responsabilità di chi li emette. Alla luce di ciò, si può dunque affermare che alla base di un buon funzionamento dei mercati finanziari vi è l’informazione, ma l’informazione in sé non basta, questa deve essere trasparente. Come si è detto, l’attenzione rivolta alle agenzie di *rating* è emersa in maniera significativa in seguito alla crisi finanziaria dei mutui *subprime*. Nell’estate-autunno 2007 è iniziata la crisi finanziaria internazionale, che successivamente si è trasformata in crisi dell’economia reale di tutti i Paesi sviluppati. La crisi ha avuto origine negli Stati Uniti come ultimo stadio di una bolla edilizia di enormi proporzioni, caratterizzata da mutui concessi a persone che non erano in grado di offrire garanzie di restituzione del capitale e degli interessi. La bolla americana si estese oltre i confini, coinvolgendo una parte consistente dei mercati finanziari e delle grandi istituzioni finanziarie di altri Paesi. L’effetto contagio fu dovuto al fatto che molti investimenti provenienti da questi Paesi si erano riversati sul mercato dei mutui edilizi americani. Il tentativo di mantenere a debito la prosperità della classe media americana, che si sarebbe ridotta se fossero stati considerati solo i redditi effettivi delle famiglie, ha provocato, nel momento in cui la bolla è scoppiata, una situazione di illiquidità e minacciata insolvenza delle istituzioni finanziarie che avevano somministrato tali debiti, quando invece non avrebbero dovuto. Venuta a cessare l’infusione costante di potere d’acquisto attraverso il debito, la crisi ha raggiunto l’economia reale dei Paesi industrializzati, con crolli dei consumi e degli investimenti che a loro volta hanno peggiorato le condizioni del mercato finanziario. Il consistente intervento del governo e delle autorità monetarie per far fronte ai crolli sui mercati ha riguardato le istituzioni finanziarie e ha richiesto un’ingente quantità di risorse pubbliche, tanto da portare ad un considerevole peggioramento delle finanze pubbliche dei Paesi coinvolti nei salvataggi. In questo modo la crisi ha raggiunto anche il debito pubblico dei Paesi sviluppati, spingendo i bilanci di alcuni di essi a sfiorare la bancarotta. Le agenzie di *rating* del credito hanno avuto un ruolo tutt’altro che marginale nelle recenti crisi finanziarie. In seguito a questi avvenimenti, le agenzie di *rating* sono state oggetto di attenzione da parte del regolatore. In particolare, è venuto meno il previgente atteggiamento di favore circa la loro autoregolamentazione, avvertendo la necessità di definire un quadro regolamentare che disciplini la loro attività che, per molti anni, è rimasta *legibus solutae*. Negli Stati Uniti, nel 1931, l’*Office of the Comptroller of the Currency (OCC)* impose alle banche di valutare le obbligazioni che detenevano in portafoglio e che avessero un *rating* inferiore all’*investment grade*, ai prezzi di mercato correnti. Successivamente, nel 1936, lo stesso ufficio del Dipartimento del Tesoro americano pose dei limiti alle scelte di investimento da parte delle banche, nello specifico limitò l’acquisto di obbligazioni che non fossero state valutate come *investment grade* da parte di almeno due agenzie di *rating*. Un cambiamento importante si ebbe nel 1975, quando con la Securities and

Exchange Commission (SEC), l'autorità di vigilanza sui mercati finanziari (corrisponde all'italiana Consob), vennero introdotti nella regolamentazione del mercato finanziario riferimenti regolamentari al *rating*, proponendo, con la *Rule a/jf15c3-1 (c.d. Net Capital Rule)*, di stabilire per i *securities brokers-dealers* (i.e., le imprese di investimento) dei requisiti minimi di capitale, legati al merito di credito dei titoli che questi detenevano in portafoglio. Dunque, l'utilizzo del *rating* non è più limitato a singoli specifici aspetti; piuttosto, da un *rating* positivo, ovvero dal conseguimento di un *investment grade*, vengono fatti dipendere una serie di conseguenze normative volte ad incidere sulla disciplina di obbligazioni, emittenti e intermediari finanziari. Un secondo cambiamento significativo si ebbe con l'introduzione da parte della SEC della categoria delle Nationally Recognized Statistical Rating Organizations (NRSROs), che includeva soltanto le agenzie i cui *rating* potevano essere oggetto delle prescrizioni regolamentari. Tuttavia, nella normativa, non venivano specificati i requisiti che le agenzie di *rating* avrebbero dovuto avere per poter rientrare nella categoria delle NRSROs. È solo a partire dal 1994 che la SEC iniziò a rendersi conto della necessità di sottoporre le NRSRO ad una serie di norme di autorizzazione e supervisione, ad opera della stessa Commissione. Fu, dunque, nel 1997 che la SEC inserì nella *Net Capital Rule* la definizione di NRSRO, formalizzando, così, i requisiti necessari per poter rientrare nella categoria. In seguito il *Securities Exchange Act (SEA)*, la legge con cui il Congresso degli Stati Uniti ha istituito la SEC, è stato innovato da due leggi: il *Credit Rating Agencies Reform Act (CRARA)* e il *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*. Il *Credit Rating Agencies Reform Act (CRARA)*, del 2006, definisce per la prima volta una disciplina dell'attività delle agenzie di *rating* e attribuisce nel contempo alla SEC poteri di vigilanza e definizione di norme di natura secondaria. Dunque detta legge, da un lato introduceva un processo di registrazione, fondato su requisiti oggettivi, per ottenere la qualifica di NRSRO, attribuendo alla SEC poteri di vigilanza sulle agenzie registrate nella categoria; dall'altro, definiva delle regole per prevenire possibili abusi nell'esercizio dell'attività di attribuzione del *rating*. In particolare, la riforma era volta a proteggere gli investitori e l'interesse pubblico e ad accrescere la responsabilità delle agenzie, la trasparenza e la concorrenza nel settore del *rating*. Allo stesso tempo, però, l'indipendenza delle agenzie veniva garantita sotto il profilo delle procedure e metodologie utilizzate per l'assegnazione del giudizio. Nel 2010 venne approvata ed entrò in vigore la seconda legge di riforma del *Securities Exchange Act* del 1934: il *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*. Un primo obiettivo di questa legge è quello di rafforzare la vigilanza sulle agenzie di *rating*, attraverso la costituzione, all'interno della SEC, di un nuovo ufficio, l'*Office of Credit Ratings*, che ha, appunto, il compito di controllare il rispetto da parte delle agenzie rientranti nella categoria delle NRSRO della regolamentazione SEC, ma, soprattutto, che effettua verifiche annuali sulle singole agenzie di *rating* registrate. In secondo luogo, vengono specificati ed estesi i poteri sanzionatori in capo alla SEC che, oltre a quelli già esistenti di censura,

limitazione e sospensione dell'attività delle NRSRO (ed, eventualmente, anche di revoca della registrazione di tali agenzie), può adottare gli stessi provvedimenti sanzionatori anche nei confronti di componenti del personale o della dirigenza che siano venuti meno ai loro doveri. Importante è, poi, la previsione secondo cui la SEC ha il potere di sospendere o revocare la registrazione anche nei confronti di una determinata classe o sottoclasse di strumenti finanziari, qualora venga accertato che la NRSRO non è in grado di assicurare l'integrità e adeguatezza del processo di emissione del *rating* rispetto a tale classe o sottoclasse. Altro obiettivo è quello di accrescere la qualità del giudizio e consentire di poter valutare l'attività delle agenzie. A tal fine, la pubblicazione iniziale di ogni *rating* deve essere accompagnata da una serie di informazioni. Un'importante novità apportata con questa legge è la previsione secondo cui le agenzie di *rating* sono tenute ad accompagnare la pubblicazione di ogni *rating* con uno *stress test* sullo stesso. Maggiore attenzione, rispetto alla prima legge di riforma, è stata data al problema del conflitto di interessi; sono prese in considerazione le situazioni di conflitto che possono sorgere nel caso in cui membri del personale delle agenzie passino alle dipendenze degli emittenti valutati, o viceversa. Riguardo la *governance* delle agenzie, viene imposta la costituzione di una struttura di controllo interno cui è attribuito il compito di vigilare sull'implementazione delle politiche, sulle procedure e sulle metodologie utilizzate dalle agenzie nella valutazione. In merito agli interventi normativi europei, invece, in seguito allo scandalo Enron, anche le istituzioni europee iniziarono a preoccuparsi di definire delle norme in materia di *rating*. In seguito alla grave crisi del 2008, che ha colpito la finanza globale, la Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativa alle agenzie di *rating* del credito, nel 2008, ha finalmente riconosciuto la necessità di superare il modello di autoregolamentazione, con cui le agenzie aderivano volontariamente al Codice IOSCO, senza che vi fosse un obbligo in tal senso. La prima disciplina comunitaria espressamente dedicata alla regolazione del *rating* si è avuta nel 2009, con il Regolamento n. 1060. Il Regolamento in questione disciplina sia l'attività di attribuzione del *rating* che i soggetti coinvolti nella stessa, con riguardo sia al problema dell'indipendenza che a quello dei conflitti di interesse. Tiene conto, inoltre, dell'integrità, trasparenza, responsabilità, *governance* e affidabilità del sistema di *rating*. Il presupposto della disciplina dettata dal Regolamento è l'obbligo di registrazione da parte dei soggetti che intendono svolgere professionalmente l'attività di emissione di *rating* sul credito. Al fine di prevenire il problema del conflitto di interessi, almeno un terzo degli amministratori deve essere indipendente. È inoltre fatto divieto di fornire servizi di consulenza o raccomandazioni a coloro che sono oggetto di valutazione; vietato è anche l'acquisto, da parte dei dipendenti, di strumenti finanziari emessi o garantiti dai soggetti valutati e, in ultimo, vi è il divieto di anticipare, se non al soggetto valutato, il possibile esito futuro del *rating*. Riguardo alle misure di trasparenza sui conflitti di interesse, presenti nel Regolamento, tra queste vi sono: la pubblicazione dei nominativi dei soggetti valutati, da cui derivi più del 5% del fatturato annuo;

l'obbligo di comunicare al pubblico una parte degli elementi dei metodi e dei modelli utilizzati per le valutazioni; l'obbligo di riesaminare periodicamente (almeno una volta all'anno) i giudizi emessi e le metodologie utilizzate per elaborarli; il rispetto dei criteri di correttezza nel presentare il giudizio, ovvero quali sono le fonti delle informazioni e quali metodi sono stati utilizzati per arrivare alla definizione del giudizio; la redazione di un'analisi di sensitività dei *rating* che sono stati emessi; la comunicazione, almeno dodici ore prima della pubblicazione, del giudizio all'emittente, così che quest'ultimo possa segnalare eventuali errori materiali; l'informazione periodica al pubblico. In aggiunta, il Regolamento attribuisce ampi poteri di vigilanza alle Autorità di Vigilanza, appunto, di ciascuno Stato membro della Comunità. Il Regolamento CE n. 1060/2009, sebbene abbia rappresentato un cambiamento epocale nella normativa europea, ha mostrato alcune debolezze. È così che nel 2010 è stata presentata una modifica di tale Regolamento, approdando al Regolamento UE n. 513 del 2011. In particolare, con questo documento veniva superato il modello di responsabilità condivise tra autorità nazionali ed europee e venivano assegnati al livello sovranazionale poteri pieni e diretti sugli intermediari. La nuova normativa ha riguardato principalmente il tema della vigilanza, introducendo un modello di vigilanza centralizzata, unica delle agenzie di *rating* operanti nell'Unione Europea, che possa garantire un controllo efficiente ed efficace, nonché un'applicazione uniforme della normativa. Il Regolamento CE n. 1060/2009 prevedeva un sistema di vigilanza basato su collegi delle autorità competenti dei singoli Stati membri, sebbene l'ultima decisione spettava comunque all'autorità competente dello Stato membro d'origine. Con il Regolamento n. 513/2011 il controllo dell'attività di *rating* viene attribuito ad un'unica autorità europea di vigilanza: l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (AESFEM). In particolare, all' AESFEM viene attribuito il compito di curare la procedura di registrazione di un'agenzia di *rating*, fino all'eventuale revoca. Pur occupandosi del tema della vigilanza, il Regolamento UE n. 513 del 2011 non si è interessato alle altre problematiche, non pienamente soddisfatte, dal Regolamento 1060 del 2009. Pertanto, si rese necessario un nuovo intervento da parte del legislatore europeo, che integrasse il quadro normativo già in vigore. Il Regolamento n. 462 del 2013 prevede regole mirate ad accrescere l'efficienza delle agenzie di *rating*, a proteggere gli investitori e ad assicurare la trasparenza del mercato interno. Gli emendamenti apportati da detto Regolamento al Regolamento 1060/2009 riguardano: la disciplina degli assetti proprietari, la *governance*, i sistemi di controllo interno, i conflitti d'interesse, la responsabilità civile delle agenzie di *rating* e la normativa relativa alla diffusione di *outlook* e di *rating* sovrani. Ciò detto, sebbene le nuove disposizione normative facciano emergere una chiara presa di posizione da parte delle istituzioni europee in merito alla stabilità ed efficienza del mercato comune; e sebbene abbiano posto le basi per un rafforzamento della regolamentazione dei mercati, tuttavia, il tenore del Regolamento in esame appare di gran lunga inferiore alle aspettative desumibili dalla proposta che lo aveva preceduto. La regolazione

adottata finora, volta a disciplinare l'attività delle agenzie di *rating* del credito, si è concentrata soprattutto su misure di tipo pubblicistico che di stampo privato. L'attribuzione di un valore normativo al *rating* ne ha modificato l'originaria natura trasformandolo in una sorta di certificazione delle caratteristiche del soggetto o dello strumento finanziario. Si è così prodotta una certa ambiguità riguardo la qualificazione del *rating*. L'intenzione è quella di ridurre il peso regolamentare del *rating* per arrivare alla sua eliminazione nel 2020. L'attenzione posta dal legislatore sul tema della responsabilità civile delle agenzie di *rating*, nasce dalla necessità di tutela del terzo investitore per i danni derivanti dalla trasmissione, da parte delle agenzie, di informazioni scorrette, false e incomplete, diversamente dall'impegno contrattualmente assunto da dette agenzie nei confronti dell'emittente, o che, per legge, grava su di esse nel caso si *unsolicited ratings*. A propria difesa, le agenzie di *rating* fanno leva sul fatto che i giudizi dalle stesse emessi, riguardo al merito di credito degli emittenti o degli strumenti finanziari emessi, andrebbero considerati come semplici opinioni. Sia la dottrina e la giurisprudenza statunitensi, sia quelle italiane, hanno spesso avallato la tesi secondo cui i *rating* costituiscono mere opinioni e, quindi, l'attività delle agenzie dovrebbe essere associata al diritto fondamentale della libertà di pensiero. Il tema della responsabilità civile delle agenzie è stato affrontato per la prima volta negli Stati Uniti. A livello europeo, un primo tentativo in materia è stato fatto con l'emanazione del Regolamento CE n. 1060 del 2009. In particolare, il considerando n. 69 del testo afferma testualmente che: "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". Dunque, il Regolamento 1060/2009, nella sua versione originaria, non definiva delle specifiche norme sulla responsabilità civile delle agenzie di *rating*; semplicemente rinviava l'intervento in materia a quanto previsto dalle legislazioni dei singoli Paesi. Dunque, il problema non è affrontato direttamente dal legislatore europeo. Dal canto loro, invece, gli Stati membri della comunità hanno preso sotto gamba il problema della responsabilità civile delle agenzie di *rating*. Di conseguenza, l'Unione Europea si è resa conto della necessità di dettare delle norme più stringenti su questo tema. La proposta di modifica del Regolamento 1060/2009, infatti, "prende atto che i *rating* del merito di credito, anche quando non emessi a fini regolamentari (dunque, anche al di fuori delle materie considerate dal Regolamento), hanno un impatto significativo sulle decisioni di investimento, e che ciò giustifica la responsabilità delle agenzie quando il mancato rispetto della disciplina regolamentare abbia dato origine a *rating* che non siano "indipendenti, oggettivi e di qualità adeguata". In mancanza di un rapporto contrattuale tra agenzia e investitori si ritiene pertanto importante prevedere a favore di questi ultimi un "adeguato diritto di ricorso" quando essi abbiano fatto affidamento sul *rating* ai fini delle proprie scelte di investimento, sì da consentire che sia risarcito "ogni danno" subito, e ciò per il mezzo di "azioni di responsabilità civile". La

complessità dell'attività svolta dalle agenzie giustifica peraltro che tale responsabilità venga fatta valere solo a fronte di violazioni commesse "intenzionalmente o per negligenza grave", mentre per fornire agli investitori "un diritto di ricorso effettivo" si rileva che va prevista una parziale inversione dell'onere probatorio. Quanto ai casi di responsabilità civile per attività non rientranti nell'ambito del Reg. n. 1060/2009, si osserva che questi vanno disciplinati dal diritto nazionale applicabile. È così che, con il Regolamento UE n. 462 del 2013, è stato emendato il Regolamento 1060/2009, introducendo il nuovo titolo III *bis* ("Responsabilità civile delle agenzie di *rating* del credito"), interamente dedicato alla disciplina della responsabilità civile delle agenzie di *rating*. All'interno di questo *corpus* normativo, rileva il nuovo articolo 35-*bis*, recante disposizioni vincolanti in merito alla responsabilità civile delle agenzie di *rating*. La regolamentazione comunitaria, di diretta applicazione, costituisce un'ottima cornice per la disciplina nazionale in materia di *rating*. In Italia non vi è una specifica normativa che disciplini l'attività delle agenzie di *rating* del credito; sono presenti solo interventi sporadici e frammentari. È dunque necessario individuare quali possano essere le disposizioni dell'ordinamento nazionale italiano a cui l'investitore può appellarsi e se queste si riconducano a quanto previsto dall'art. 35-*bis*, introdotto dal Regolamento UE n. 462/2013. Gli investitori sono gli utilizzatori finali dei *rating*, dunque, è possibile che, in caso di emissione di un *rating* falso o errato da parte dell'agenzia, si configuri una responsabilità civile delle stesse nei confronti degli investitori. Tra i casi in cui la diffusione di un *rating* scorretto può arrecare un danno agli investitori, che vi hanno fatto affidamento nel decidere come agire rispetto ad uno strumento finanziario, quello più comune è il caso in cui questi ultimi decidono di acquistare un certo titolo in virtù di un *rating* elevato attribuito allo stesso dall'agenzia, ma che in realtà non riflette il reale merito di credito del titolo. In questo caso, l'investitore, che ha fatto affidamento su un *rating* eccessivamente favorevole che lo ha portato ad acquistare il titolo, si ritrova ad aver eseguito un'operazione che probabilmente non avrebbe effettuato se il *rating* assegnato al titolo fosse stato più basso. In tal caso, il danno lamentato sarebbe rappresentato dalla perdita che l'investitore ha subito ponendo in essere l'investimento. Altro possibile caso che può configurarsi è quello secondo cui un investitore ha deciso di vendere un titolo in seguito al declassamento ingiustificato del suo *rating*. Questi ed altri casi si possono venire ad inserire tanto nell'ambito di una responsabilità contrattuale quanto in quello di una responsabilità extracontrattuale, a seconda del tipo di rapporto che l'agenzia ha con l'investitore. Nonostante l'assenza di un vincolo contrattuale tra l'agenzia di *rating* e l'investitore danneggiato, che immediatamente porterebbe a ricercare la tutela di quest'ultimo nell'ambito della responsabilità extracontrattuale, non si può ritenere che vi sia una totale estraneità tra i due soggetti in causa; infatti, in realtà, sussiste già un obbligo di attenzione di un soggetto verso l'altro. In un tale contesto, il rapporto tra l'agenzia e l'investitore si creerebbe per la partecipazione di entrambi alle negoziazioni nei mercati finanziari. In aggiunta, c'è da dire che la responsabilità dell'agenzia

non può neanche configurarsi come responsabilità da inadempimento in senso stretto, dal momento che, nel caso in esame, non si ha una prestazione dovuta da parte dell'agenzia all'investitore. Si osserva, invece, che, più correttamente, la responsabilità dell'agenzia viene a collocarsi tra responsabilità aquiliana e responsabilità contrattuale. In mancanza di un vincolo negoziale tra agenzia e investitore, si ricade nell'area della responsabilità extracontrattuale, disciplinata dall'art. 2043 del c.c. . Detto ciò, per capire se il caso di specie possa essere o meno ricondotto all'insieme di norme di cui all'art. 2043 del c.c., il giudice dovrà a) accertare la sussistenza di un evento dannoso; b) procedere a stabilire se l'accertato danno si possa classificare come ingiusto, in relazione alla sua incidenza su un interesse rilevante per l'ordinamento; c) accertare, sotto il profilo causale, se l'evento dannoso sia riferibile ad una condotta (attiva od omissiva) del danneggiante; d) stabilire se l'evento dannoso sia imputabile a dolo o colpa del danneggiato. L'art. 2043, riconosce la tutela risarcitoria soltanto nel caso in cui il danno ingiusto sia conseguenza di un fatto doloso o colposo commesso dal danneggiante; di conseguenza, per poter definire una responsabilità civile delle agenzie di *rating* bisogna, prima di tutto, verificare la sussistenza dell'elemento soggettivo, ovvero la colpa o il dolo. Dal lato probatorio, ricade sull'investitore l'onere di dimostrare l'elemento soggettivo dell'illecito e l'incidenza dello stesso sull'errata valutazione di uno strumento finanziario o di un emittente da cui è conseguito il danno. Sull'altro fronte, l'agenzia, al fine di sollevarsi dalla responsabilità, deve dar prova che il fatto illecito si è verificato per cause ad essa non imputabili. Affinché si possa configurare un determinato onere risarcitorio a carico dell'agenzia di *rating*, è necessario individuare il nesso causale tra il giudizio pubblicato dall'agenzia e il danno subito dall'investitore. Provare il nesso di causalità tra il fatto e il danno non è affatto semplice. Spesso si tratta di una vera e propria *probatio diabolica*, in quanto non è detto che un certo investimento sia stato influenzato soltanto dal *rating* emesso dall'agenzia. In virtù di quanto detto, è, dunque, necessario ricorrere allo strumento della presunzione, che aiuta a desumere un fatto ignoto da uno noto. Tale strumento inverte l'onere della prova a svantaggio dell'agenzia di *rating*, che dovrà dimostrare l'avvenimento inatteso e imprevedibile di situazioni esterne che hanno portato all'interruzione del nesso causale e di aver svolto la propria attività in accordo con le disposizioni nazionali ed internazionali che disciplinano tale attività e secondo i principi della diligenza e della buona fede. Per ciò che riguarda, invece, la responsabilità civile delle agenzie di *rating* nei confronti dell'emittente, l'emissione di un *rating* falso o non corretto da parte delle agenzie può danneggiare in modo considerevole l'emittente. In tal caso l'emittente subirà un danno e potrà, dunque, agire in giudizio, chiedendo all'agenzia di *rating* che ha emesso un giudizio non veritiero il risarcimento del danno subito. A seconda dei casi, la responsabilità dell'agenzia si configurerà come responsabilità contrattuale o extracontrattuale. Si ricade nell'area della responsabilità contrattuale quando l'agenzia di *rating* valuta il merito di credito dell'emittente, o di un suo strumento finanziario, su richiesta dello stesso,

che si obbliga a pagare un corrispettivo all'agenzia per l'attività svolta. In tal caso, se la valutazione non riflette il reale rischio di insolvenza dell'emittente-committente, quest'ultimo potrà far valere in giudizio il contratto che lega i due soggetti, richiedendo il risarcimento dei danni subiti a titolo di responsabilità contrattuale; verranno, dunque, applicate tutte le disposizioni in materia di responsabilità contrattuale. Anche in questo caso, così come già visto nel caso di responsabilità contrattuale delle agenzie di *rating* nei confronti dell'investitore, l'onere della prova sarà ripartito tra creditore (l'emittente) e il debitore (l'agenzia). Per quanto riguarda la responsabilità extracontrattuale delle agenzie di *rating*, questa si configura nel momento in cui l'agenzia emette un *rating* su un emittente, o uno strumento finanziario dallo stesso emesso, senza aver ricevuto da quest'ultimo alcun incarico in tal senso. In questo caso, mancando un vincolo contrattuale tra agenzia ed emittente, si applicherà il generale principio di *neminem laedere* di cui all'art. 2043 c.c. . Riguardo al danno cagionato dall'agenzia all'emittente, a differenza del caso in cui ad essere danneggiato era l'investitore (che semplicemente era il destinatario dell'informazione derivante dal *rating* emesso dall'agenzia), la lesione interessa direttamente l'emittente (ciò a dire che l'informazione riguarda proprio questo soggetto, e non una terza persona). In questo caso il danno cagionato dall'agenzia può essere sia di tipo patrimoniale che non patrimoniale. Sul tema della qualificazione giuridica, in termini di responsabilità, dell'agenzia di *rating* nei confronti dell'investitore è utile richiamare la decisione del Tribunale di Catanzaro, secondo la quale i giudici debbono verificare se sussista una responsabilità per illecito aquiliano, ai sensi dell'art. 2043 c.c., dell'agenzia di *rating* nei confronti dei terzi danneggiati; ritenendo, invece, insussistente l'ipotesi di una responsabilità contrattuale dell'agenzia, vista l'impossibilità di ravvisare un rapporto contrattuale tra la stessa e l'investitore. Nello specifico, si configurerebbe una responsabilità per lesione dell'affidamento che gli investitori hanno riposto nel giudizio attribuito dall'agenzia sulla solvibilità di un emittente o di uno strumento finanziario emesso. In particolare, trattandosi di un'informazione proveniente da un soggetto particolarmente qualificato, qual è l'agenzia di *rating*, questa ingenera nell'investitore un affidamento incolpevole, che giustifica la responsabilità extracontrattuale per colpa. Dunque, poiché trattasi di illecito aquiliano, bisognerà verificare, in accordo con la motivazione della sentenza calabrese: a) la sussistenza di un evento dannoso; b) se il danno sia qualificabile come danno ingiusto in relazione alla sua incidenza su un interesse rilevante per l'ordinamento; c) se sotto il profilo causale la lesione sia riferibile ad una condotta omissiva o commissiva; d) stabilire se l'evento sia imputabile a dolo o colpa. Entrando nel merito della sentenza, gli attori hanno instaurato il giudizio al fine di ottenere la declaratoria di nullità del contratto di investimento stipulato con Unicredit Banca S.p.A. per violazione di norme imperative o, in subordine, l'annullabilità del contratto per errore ex art. 1427 c.c.; e l'affermazione della responsabilità dell'agenzia di *rating* The Mc Graw Hill, sia sotto il profilo della responsabilità contrattuale da "contatto sociale", sia sotto il profilo della responsabilità extracontrattuale. Hanno,

dunque, chiesto di condannare le medesime, in solido tra loro, al risarcimento del danno subito nella misura del capitale investito e nella misura dell'interesse che avrebbero maturato nel caso in cui avessero investito in titoli di stato. Con riguardo al contratto di acquisto dei titoli obbligazionari Lehman Brothers, il Tribunale ha escluso la possibilità di dichiarare sia la nullità sia l'annullabilità del negozio giuridico. Il Tribunale accoglie, invece, la domanda attorea qualificandola come di responsabilità contrattuale da inadempimento delle obbligazioni cui la banca è tenuta nei confronti dei clienti ai sensi dell'art. 21 del T.U.F. Il Tribunale prende poi in esame la responsabilità ascrivibile alle agenzie di *rating* per i danni che la relativa attività può procurare ai terzi. Più in particolare, il giudice di merito inquadra la responsabilità in esame nell'ambito della sfera extracontrattuale, in quanto l'attribuzione del *rating* ad un'impresa viene effettuata in forza di uno specifico contratto tra l'agenzia e l'impresa stessa, mentre gli investitori sono, di regola, legati da vincoli contrattuali unicamente con gli intermediari finanziari. La sussistenza di una responsabilità extracontrattuale dell'agenzia presuppone l'accertamento degli elementi costitutivi dell'illecito aquiliano. Il Giudice individua l'evento dannoso nella perdita patrimoniale subita dall'investitore per aver fatto affidamento sul *rating* positivo rilasciato dall'agenzia. In ordine all'ingiustizia del danno, si osserva che l'emissione di un *rating* errato cagiona la lesione della libertà contrattuale dell'investitore in quanto egli confidava nella correttezza del giudizio positivo emesso dall'agenzia e, di conseguenza, nella solvibilità dell'emittente. Inoltre, affinché si possa configurare una responsabilità extracontrattuale dell'agenzia di *rating* è altresì necessario che la sua condotta sia causalmente collegata al pregiudizio subito dall'investitore. È onere dell'investitore provare che, se la valutazione espressa dall'agenzia fosse stata corretta, non avrebbe sottoscritto gli strumenti finanziari dell'emittente, ovvero non avrebbe mantenuto uno strumento finanziario rivelatosi negativo. Ciò nonostante, a fronte di un *rating* positivo che abbia inciso in modo determinante sulle scelte dell'investitore, bisogna chiedersi se debba configurarsi, in capo allo stesso investitore, un dovere di auto informazione in ordine all'eventuale progressivo deterioramento del *rating* nonché un obbligo di limitare le conseguenze dannose, derivanti dall'illecito dell'agenzia, adottando una condotta diligente. Affinché possa configurarsi una responsabilità *ex art. 2043 c.c.* è altresì necessario che la condotta dell'agenzia sia connotata da dolo o colpa. Nel caso in esame gli attori imputano a The Mc Graw Hill di aver rilasciato informazioni false e fuorvianti e di non aver provveduto ad una revisione del *rating in peius*, pur conoscendo la situazione finanziaria del gruppo Lehman, al solo fine di non incidere negativamente sulle sorti dello stesso. Ciò detto, il Tribunale osserva come gli attori non abbiano fornito alcuna prova adeguata dell'elemento soggettivo della responsabilità aquiliana dedotta e, nello specifico, del fatto che l'agenzia era a conoscenza dello stato di insolvenza dell'emittente Lehman; le parti avrebbero dovuto dimostrare che i dati di cui l'agenzia disponeva consentivano di formulare un giudizio diverso da quello emesso qualora fossero state correttamente applicate le migliori metodologie economiche e

finanziarie di valutazione. Il Tribunale ha, dunque, dichiarato la domanda di risarcimento formulata nei confronti di The McGraw Hill Companies S.r.l. infondata, in quanto l'asserita carenza di buona fede nella condotta dell'agenzia "è rimasta a livello di mero assunto difensivo non supportato da qualsivoglia riscontro probatorio, sicché, in difetto di elementi istruttori sia pure indiziari, convenire con gli attori che parte convenuta fosse comunque a conoscenza dello stato di insolvenza di Lehman e che lo abbia taciuto ai mercati e agli investitori perché "pagata dall'emittente Lehman", significherebbe pervenire ad una pronuncia di condanna muovendo da un assunto affermato, ma non dimostrato". Stando alla sentenza, si tende, dunque, ad escludere la possibile configurazione di una responsabilità di tipo contrattuale delle agenzie di *rating* nei confronti degli investitori, poiché non esiste alcun rapporto di tipo contrattuale tra le due parti. Allo stesso tempo, risulta difficile immaginare che possa configurarsi una responsabilità da contatto sociale fonte di obbligazioni senza prestazione. Infatti, ciò che manca è proprio la relazione tra investitore ed agenzia; questo rende assolutamente inconsistente la tesi di un "contatto" al quale ricollegare un'aspettativa di protezione come quella derivante da una relazione contrattuale. Non sembra possibile configurare un "contatto sociale" neanche nel caso in cui l'investitore decida di registrarsi al sito web dell'agenzia, non potendosi ritenere che le informazioni rese dal valutatore rimangano confinate ai soli soggetti registrati. Tra l'altro, le informazioni presenti sul web vengono fornite in adempimento di un obbligo negozialmente assunto verso il *solicited rating*, ovvero create liberamente e solo successivamente rese disponibili agli investitori interessati. Dunque, la strada dell'illecito aquiliano, in mancanza di un'apposita normativa che regolamenti la responsabilità dell'agenzia di *rating*, sembra essere la più appropriata. Ciò detto, non è, tuttavia, semplice arrivare al riconoscimento di una responsabilità extracontrattuale dell'agenzia di *rating*. Infatti, c'è da tener conto del problema dell'onere della prova, che è a carico dell'investitore (danneggiato). È chiaro che non sarà facile per l'investitore dimostrare la responsabilità dell'agenzia, ovvero dar prova che, a fronte di informazioni scorrette rilasciate dall'agenzia, questa non abbia adottato tutti i criteri necessari e ragionevolmente esigibili, al fine di verificarne l'effettiva e concreta affidabilità. L'analisi svolta ha voluto mettere in evidenza il valore e la responsabilità delle agenzie di *rating* del credito. Le agenzie di *rating* si sono rivelate, quantomeno all'inizio, un'ottima soluzione al problema dell'asimmetria informativa. Questo finché la brama di potere, in virtù del riconoscimento che veniva (e viene) loro fatto dagli operatori del mercato, non le ha portate ad abusare della loro posizione, creando una serie di fenomeni che hanno messo più volte a rischio la stabilità dell'intero sistema finanziario ed economico. Dunque, nel tempo, si sono rivelate essere solo in parte soluzione al problema. Il comportamento scorretto delle agenzie di *rating*, attraverso l'emissione di giudizi falsati, si "giustifica" nella presenza dietro le quinte degli stessi emittenti oggetto di valutazione da parte delle agenzie. È infatti documentato che la compagine azionaria delle principali agenzie di *rating*

è composta dai principali fondi di investimento americani, con un evidente conflitto di interessi. In più, c'è da tener conto del modello tutt'ora vigente dell'*issuer-pay*. A fronte di queste problematiche, è chiaro che la credibilità delle agenzie di *rating* è stata fortemente messa in discussione. Le riforme legislative rappresentano sicuramente un importante passo avanti. Probabilmente, però, il legislatore sarebbe dovuto intervenire in maniera più incisiva già dalle prime crisi verificatesi in passato, tra le cui cause si sospettava un comportamento poco chiaro e poco trasparente delle agenzie di *rating* nello svolgimento della propria attività. Soltanto in tempi recenti si è giunti, con un'impropria lentezza rispetto al problema e alle devastanti conseguenze che un giudizio errato sul merito di credito di un emittente è stato in grado di generare, ad una regolamentazione più stringente dell'attività svolta dalle agenzie di *rating*, con un quadro normativo ancora oggetto di dibattito e in evoluzione. Ciò nonostante, è evidente che tali interventi non sono bastati. Convenendo sull'opinione comune secondo cui il *rating* non possa essere eliminato, essendo in sé uno strumento utile per le valutazioni del merito di credito degli emittenti e per quelle relative agli strumenti finanziari, ritengo che una severa vigilanza possa essere una delle strade per superare il problema in questione. Sicuramente, come si è visto, con il Regolamento UE n. 513 del 2011 sono stati fatti importanti passi avanti in tal senso. Ancora, ritengo che debba essere messa a punto una normativa che disciplini la composizione della compagine azionaria di ciascuna agenzia di *rating*. Riguardo al problema della concorrenza, una maggiore concorrenza nel settore potrebbe sembrare un'altra possibile soluzione, ma, in realtà, porterebbe le agenzie ad offrire prezzi più bassi o valutazioni ancora più generose per accaparrarsi un maggior numero di clienti. Ritengo, invece, che la previsione della "regola di rotazione", cioè la necessità di cambiare regolarmente agenzia di *rating*, contenuta nella proposta di modifica del Regolamento n. 1060 del 2009, possa essere efficace. Per quanto riguarda, invece, l'ipotesi di un ritorno al vecchio modello *investor-pay*, credo che anche in questo caso si possa venire a configurare un conflitto di interessi. Piuttosto, indipendentemente dal modello adottato, *issuer-pay* o *investor-pay*, potrebbe rivelarsi utile una normativa che imponga a tutti gli emittenti, o investitori, di richiedere un *rating*, a fronte del pagamento di un corrispettivo standard e che consenta alle agenzie di coprire i costi del servizio reso, con un margine di profitto. Questo, però, non deve voler dire che si debba fare affidamento unicamente ed automaticamente sul *rating*. Resta, infatti, il suo valore di mera opinione. Infine, sul piano della responsabilità civile delle agenzie di *rating*, sarebbe auspicabile un più chiaro ed incisivo intervento da parte dell'Unione Europea, che uniformasse l'azione legislativa in materia, senza delegarla, invece, ai singoli Stati membri della Comunità, in relazione alla normativa vigente in ciascuno Stato. Sicuramente, la materia è complessa e c'è molta carne al fuoco. È, tuttavia, necessario che si pervenga al più presto ad una soluzione efficiente ed efficace, per scongiurare nuove possibili crisi finanziarie dovute, in tutto o in parte, ai *rating* attribuiti dalle agenzie.

