

# Le agenzie di *rating* del credito: fenomenologia e regolamentazione

**Giovanni Romano**

Ottobre 2010

© Luiss Guido Carli. La riproduzione è autorizzata con indicazione della fonte o come altrimenti specificato. Qualora sia richiesta un'autorizzazione preliminare per la riproduzione o l'impiego di informazioni testuali e multimediali, tale autorizzazione annulla e sostituisce quella generale di cui sopra, indicando esplicitamente ogni altra restrizione.

**Sommario:** 1. *Introduzione.* – 2. *Il ruolo delle agenzie di rating del credito sui mercati finanziari.* – 3. *I problemi nell’operatività delle agenzie di rating del credito* – 4. *La regolamentazione delle agenzie di rating del credito: considerazioni generali.* – 5. (Segue): *la regolamentazione statunitense.* – 6. (Segue): *la regolamentazione europea.* – 7. (Segue): *il riconoscimento delle agenzie di rating del credito come ECAI nell’accordo “Basilea 2” e nella CRD.* – 8. *Conclusioni.*

1. “*Let’s hope we are all wealthy and retired by the time this house of cards falters*”. Questo era l’auspicio espresso in una *e-mail* inviata da un *manager* di un’agenzia di *rating* del credito ad un proprio collega-supervisore<sup>1</sup>. Non sappiamo come ora se la passino questi signori, ma sappiamo che il crollo del castello di carte della finanza strutturata si è poi verificato e l’esplosione della crisi economica globale, innescata proprio dalla *debacle* del settore *sub-prime* nell’estate del 2007, ha portato con sé critiche vecchie e nuove all’operato delle agenzie di *rating*, considerate – a differenza di quanto avvenuto in passato, in occasione di precedenti crisi finanziarie e mega-fallimenti societari – non semplici spettatrici, ma protagoniste di primo piano, portatrici di oggettive responsabilità nel collasso della finanza globale.

Le critiche “vecchie” riguardano la struttura stessa del mercato del *rating*, che si caratterizza, a livello globale, come mercato oligopolistico, chiuso da forti barriere all’entrata ed assolutamente dominato dalla presenza delle *Big Three Moody’s, Standard & Poor’s e Fitch Ratings*, il cui operato sarebbe, pertanto, sottratto agli incentivi che la concorrenza potrebbe produrre spingendo gli operatori a competere in base alla qualità dei *ratings* prodotti; le serie situazioni di conflitto d’interesse in cui le agenzie si trovano sovente ad operare, principalmente in conseguenza di un ormai dominante modello di *business c.d. issuers-paid*, che conduce le agenzie a dipendere economicamente dal compenso pagato dagli emittenti e da cui originano le deprecabili prassi del *rating shopping* e dell’uso ricattatorio dei *cc.dd. unsolicited ratings*; l’utilizzo del *rating* per scopi regolamentari di controllo preventivo dei rischi assunti da soggetti sottoposti a vigilanza prudenziale, la qual cosa, oltre ad esacerbare i conflitti d’interesse legati all’*issuers-paid business model*, avrebbe comportato un *gap* di *accountability*, cioè una scissione tra il potere di regolamentare e le responsabilità ad esso inerenti; la virtuale immunità delle agenzie di *rating* da responsabilità civile, accordata loro dalla giurisprudenza americana che ne ha equiparato il mestiere a quello dei giornalisti piuttosto che a quello dei re-

---

<sup>1</sup>SEC, *Staff Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff’s Examination of Select Credit Rating Agencies*, luglio 2008, p. 12.

visori o di altri *gatekeepers*, cosicché “*the world’s shortest editorials*”<sup>2</sup> (cioè i *ratings*) sarebbero protetti dalla libertà di parola e di stampa garantita dal Primo Emendamento della Costituzione americana.

Le critiche “nuove” concernono, invece, l’operato delle agenzie riguardo ai prodotti di finanza strutturata. Sotto questo profilo, viene loro addebitato di: *i*) aver sottostimato i rischi impliciti nei titoli strutturati, trascurando che problemi di liquidità sistemica avrebbero potuto severamente deteriorare la valutazione di mercato degli stessi; *ii*) non aver percepito come la trasformazione del modello bancario da *originate to hold* ad *originate to distribute* compromettesse significativamente gli incentivi allo *screening* ed al *monitoring* dei debitori, riducendo così gli standard creditizi; *iii*) di essersi avventurate nel dare il *rating* a titoli di finanza strutturata estremamente complessi ricorrendo al *marking to model* sulla base di assunzioni troppo ottimistiche, perché basate su serie storiche inadeguate; *iv*) aver prodotto valutazioni inquinate da evidenti conflitti d’interesse, derivanti principalmente dal fatto di prestare servizi di consulenza nel processo di strutturazione delle operazioni, trovandosi per questa via ad operare nella più assoluta autoreferenzialità come valutatori del proprio stesso lavoro<sup>3</sup>.

Dunque, secondo la visione attualmente dominante, le agenzie di *rating* sarebbero state parte integrante del problema ed avrebbero contribuito alla crisi finanziaria agevolando, più o meno artatamente, il radicarsi di aspettative oltremodo ottimistiche, salvo poi procedere a drastici *downgrades* quando lo scoppio della bolla era ormai imminente, per tentare di recuperare la propria reputazione.

Ma non tutti la pensano così. Nella letteratura, in effetti, è ancora dibattuta un’importante questione di fondo relativa al ruolo che le agenzie di *rating* svolgono sui mercati finanziari. Secondo alcuni filoni della dottrina le agenzie di *rating*, specie le principali agenzie globali, sarebbero una sorta di meri “*certificatori delle convinzioni mainstream*”<sup>4</sup>, il vessillo delle tendenze e delle aspettative predominanti sul mercato finanziario, di cui esse non sarebbero in alcun modo responsabili, e che non potrebbero in alcun modo condizionare. In altre parole, una volta che la “moda” è stata decisa nei salotti che contano e si è affermata sui mercati finanziari, le agenzie di *rating* non farebbero altro che svolgere il ruolo di guardiane del merito di credito all’interno del segmento d’investimento designato “alla moda”, ma non sarebbero, invece, in grado di orientare gli investitori verso segmenti finanziari diversi. Il che significa che il rischio sistemico sfuggirebbe per definizione ai compiti delle agenzie e, perciò,

---

<sup>2</sup>L’espressione è di HUSISIAN, *What standards of care should govern the world shortest editorials?: analysis of bond rating agency liability*, in *Cornell Law Rev.*, 1990, 75, p. 411.

<sup>3</sup>Le criticità del processo di emissione del *rating* in relazione alle dinamiche proprie della finanza strutturata sono state sottolineate in molte sedi ufficiali, oltre che in sede accademica. Cfr. FINANCIAL STABILITY FORUM, *Enhancing Market and Institutional Resilience*, 7 aprile 2008, p. 12, 32 ss.

<sup>4</sup>Così FERRI e LACITIGNOLA, *Le agenzie di rating*, Bologna, 2009, p. 14 ss., 137, ove gli ulteriori riferimenti.

il loro ruolo nelle crisi sistemiche sarebbe marginale, in quanto semplice riflesso degli errori commessi dalla teoria economica, in generale, e da quelli della finanza, in particolare.

Ad ogni modo, l'idea che le agenzie di *rating* abbiano avuto un ruolo determinante nella crisi è alla fine prevalsa anche presso i regolatori e così – secondo un copione noto agli studiosi della regolamentazione finanziaria e che, con un pò di enfasi, potrebbe indicarsi come quello de “la legge dopo la tempesta” – al di qua ed al di là dell'Atlantico, esse sono state rese oggetto di nuove regole imperative caratterizzate da un approccio abbastanza simile, seppure scaturente da premesse e tempistiche diverse.

Nelle pagine che seguono saranno illustrati e discussi i temi accennati in questa premessa. Prendendo in prestito il linguaggio del medico, si tratterà anzitutto della *fisiologia*: cos'è il *rating* e quale ruolo svolge sui mercati finanziari?; dunque, della *patologia*: quali sono gli aspetti di criticità nell'operatività delle agenzie di *rating* del credito?; ed, infine, della *terapia*: quali sono e che efficacia potranno avere i rimedi approntati dalla regolamentazione statunitense e da quella europea?

2. Il *rating* consiste nella valutazione<sup>5</sup>, sinteticamente espressa in una scala predeterminata di caratteri alfanumerici<sup>6</sup>, che viene effettuata da un soggetto specializzato, terzo ed indipendente, del merito di credito complessivo di un emittente (c.d. *issuer rating*: capacità generale del debitore di far fronte regolarmente alle proprie obbligazioni) oppure del grado di rischiosità di un determinato strumento finanziario (c.d. *issue rating*: probabilità di regolare pagamento di capitale ed interessi da parte dell'emittente del prestito obbligazionario)<sup>7</sup>.

---

<sup>5</sup>Secondo quanto le agenzie di *rating* hanno sempre avuto cura di rimarcare, il giudizio incorporato nel *rating* non costituisce una raccomandazione d'investimento. In argomento cfr. FACCI, *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it), p. 8 ss. L'assunto è ora sancito anche a livello normativo: v. considerando 10 Dir. 2003/125/CE; considerando 20 ed art. 3, par. 2, lett. a), Reg. CE n. 1060/2009.

<sup>6</sup>Dalla Aaa (*Moody's*) o AAA (*Standard & Poor's e Fitch*), che indica la *highest quality*, alla C (*Moody's*) o alla D (*Standard & Poor's e Fitch*), che indica il *default* dell'emittente. I *ratings* da Aa a Ca di *Moody's* possono essere modificati con l'aggiunta di un 1, 2 o 3 per indicare il c.d. *relative standing* nella categoria. Nella scala di *Standard & Poor's* e di *Fitch*, invece, il c.d. *relative standing* è indicato mediante l'aggiunta di un + o di un – ai *ratings* da AA a CC. Tradizionalmente, i *ratings* a medio-lungo termine vengono distinti in *investment grade* e *speculative grade*. Come meglio si dirà in seguito, tale distinzione assume notevole importanza in sede regolamentare, ove è sovente fatto divieto ad investitori collettivi ed altri intermediari finanziari di investire in strumenti aventi un *rating* di livello *speculative* o è richiesto che a fronte di tali investimenti si provveda all'accantonamento di quote di capitale in misura superiore al livello minimo.

<sup>7</sup>La valutazione del profilo di rischio di singoli strumenti di debito e del merito di credito dell'emittente rappresentano, insieme al *rating* di uno stato sovrano (*sovereign credit rating*), i più tradizionali prodotti offerti dalle agenzie di *rating* del credito. Negli anni più recenti le agenzie hanno esteso la loro operatività, introducendo varianti ai loro vecchi prodotti, ovvero perfezionandoli. Rilevante è il *rating* sui prodotti di finanza strutturata, ove il concetto di *rating* è sempre lo stesso, ma le caratteristiche dello strumento valutato variano sensibilmente, soprattutto in ragione della sua intrinseca complessità. Da ricordare sono, inoltre, i *bank financial strength ratings* (*ratings* sulla solidità finanziaria intrinseca delle banche), i *claim-paying ability ratings* (*ratings* sulla solidità finanziaria delle compagnie assicurative) ed i *bank loan ratings* (*ratings* sui prestiti bancari). Su tali aspetti cfr., *amplius*, FERRI e LACITIGNOLA, *Le agenzie di rating*, cit., p. 87

Negli ultimi tre decenni l'importanza del *rating* è andata progressivamente crescendo. La sempre più ampia copertura geografica delle imprese che hanno un *rating* si spiega sotto diversi profili. Innanzitutto, l'incremento della richiesta di *rating* è conseguenza della progressiva globalizzazione dei mercati finanziari, la quale ha portato con sé un'esigenza sempre più forte di informazione sulle opportunità di investimento da parte degli operatori di mercato. Con la transizione da un sistema finanziario basato sulle banche ad un sistema basato sui mercati e nell'ambito di portafogli sempre più internazionalizzati, la distanza tra investitore ed emittente è cresciuta notevolmente; il desiderio delle imprese di accedere al mercato dei capitali (specie a quello statunitense, rispetto al quale il *rating* costituisce un prerequisito) e la necessità degli investitori di poter far riferimento ad una affidabile guida sulla probabilità di *default* degli emittenti, hanno esaltato il ruolo delle agenzie di *rating*. In secondo luogo, un ruolo notevole nello sviluppo dei mercati è stato giocato dall'innovazione finanziaria, donde la comparsa di strumenti finanziari sempre più complessi che hanno finito per marginalizzare l'investitore fai-da-te, rendendo il *rating* "una sorta di bussola obbligatoria del navigante finanziario contemporaneo"<sup>8</sup>. Infine, una consistente parte della domanda di *rating* rappresenta il frutto della tendenza sempre più accentuata dei regolatori e delle autorità di vigilanza verso l'utilizzo del *rating* per scopi regolamentari.

Il *credit rating*, dunque, corrisponde all'esigenza di una società sempre più complessa, dinamica e globalizzata di avere a disposizione informazioni complesse fornite da soggetti esperti in forma sintetica e, anche perciò, mediamente comprensibile e facilmente comparabile. Esigenza propria non solo degli investitori meno esperti, ma anche dei soggetti professionali sia per un primo orientamento tra le migliaia di prodotti offerti sul mercato, sia per avere un *benchmark* esterno con cui confrontare le proprie opinioni ed eventualmente giustificare a terzi le scelte effettuate; così come dei regolatori che possono semplificare il proprio lavoro sfruttando i giudizi professionali delle agenzie<sup>9</sup>.

Nella letteratura di stampo giuseconomico, le agenzie di *rating* vengono annoverate tra i cc.dd. *market gatekeepers*, ossia quei soggetti privati che, a vario titolo, offrono agli investitori, direttamente o indirettamente, informazioni sull'emittente<sup>10</sup>. Il loro ruolo può essere interpretato quale rimedio alle

ss.

<sup>8</sup>Così FERRI e LACITIGNOLA, *Le agenzie di rating*, cit., p. 13.

<sup>9</sup>PRESTI, *Le agenzie di rating: dalla protezione alla regolazione*, in *Jus*, 2009, I, p. 67.

<sup>10</sup>In termini più generali, i *gatekeepers* sono quei soggetti che con la propria attività, di controllo o di supervisione, vigilano sull'accesso e la permanenza su un mercato, selezionando chi possa entrarvi ed a quali condizioni possa operarvi. Con riferimento specifico ai mercati finanziari, l'uso del termine *gatekeeper* si è per certi versi generalizzato, per altri precisato, finendo per indicare qualunque soggetto che, prestando servizi in favore dell'emittente o degli investitori (attuali o potenziali), impegna la propria reputazione (ed eventualmente il proprio patrimonio) a supporto di informazioni che lo stesso approvi, certifichi o verifichi. In tal senso COFFEE JR., *Understanding Enron: "It's About the Gatekeepers, Stupid"*, Columbia Law School Working Paper No. 207, disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=325240>, p. 5 ss, ove la definizione di *gatekeeper* quale "reputational intermediar[y] who provide[s] verification and certification services to investors", la cui credibilità "stems from the fact that it is in effect pledging a reputational capital

asimmetrie informative che caratterizzano la relazione emittente-investitore e che producono in capo a quest'ultimo il rischio di selezione avversa, in sede pre-contrattuale, e lo espongono a possibile azzardo morale da parte dell'emittente, in sede post-contrattuale. Mitigando gli effetti delle asimmetrie informative, le agenzie di *rating* possono contribuire alla efficiente allocazione delle risorse finanziarie e, di riflesso, alla prevenzione di possibili fallimenti del mercato.

In un mercato efficiente i prezzi dei beni scambiati dovrebbero riflettere tutte le informazioni pubblicamente disponibili. Essi sono il risultato dell'operare della legge della domanda e dell'offerta in un mercato popolato da individui razionali in grado di acquisire rapidamente le informazioni rilevanti per la determinazione e la modificazione dei prezzi stessi. Evidentemente, la necessità di informazioni ed i costi necessari ad acquisirle variano in relazione alla natura dei beni e dei servizi offerti sul mercato considerato. Chi, ad es., acquista un tavolo, o commissiona la costruzione di una casa è, mediamente, nelle condizioni di valutare le caratteristiche di questi beni (il materiale del tavolo, le sue finiture; la superficie della casa, la sua posizione; etc.) e di stabilire se il prezzo richiesto è congruo rispetto alla loro capacità di soddisfare i suoi bisogni. Di conseguenza, egli riesce a svolgere, compiendo le scelte di acquisto, quel ruolo di arbitro del mercato che il sistema concorrenziale gli riconosce<sup>11</sup>. Al contrario, per quel che qui interessa, chi decide di investire in beni o servizi di natura finanziaria si trova a dover far i conti con un mercato in cui la distribuzione delle informazioni rilevanti è fortemente asimmetrica, e ciò a causa, innanzitutto, della natura stessa dei beni scambiati sul mercato finanziario. Essi, infatti, hanno natura intangibile ed aleatoria, in quanto consistono in diritti di credito di contenuto incerto, che sarà determinato da fatti futuri, la cui comprensione e prevedibilità è collegata ad informazioni la cui acquisizione può risultare proibitivamente costosa o addirittura impossibile<sup>12</sup>.

È fisiologico che gli investitori, nel momento in cui decidano di acquistare titoli di debito offerti sul mercato finanziario, non siano in grado di operare

---

*that it has built up over many years of performing similar services for numerous clients*". Nella categoria rientrano le società di revisione, le banche d'investimento, gli analisti finanziari ed, appunto, le agenzie di *rating*. Per una trattazione organica della materia v. ID, *Gatekeepers. The Professions and Corporate Governance*, Oxford, 2006. Ulteriori indicazioni bibliografiche in FERRARINI e GIUDICI, *Scandali finanziari e ruolo dell'azione privata: il caso Parmalat*, in GALGANO e VISINTINI, a cura di, *Mercato finanziario e tutela del risparmio*, Padova, 2006, p. 197 ss. Avendo la capacità di alzare ed abbassare le sbarre che regolano il flusso delle buone informazioni, le agenzie di *rating*, sotto certi aspetti, svolgono anche la speculare funzione di *gate-openers*, ossia di soggetti che mediante la propria "certificazione" aprono le porte del mercato dei capitali ad emittenti precedentemente esclusi perché non in grado di far conoscere il proprio livello di merito creditizio agli investitori. L'utilizzo dell'espressione *gate-openers* con riguardo alle agenzie di *rating* è di PARTNOY, *How and Why Credit Rating Agencies Are Not Like Other Gatekeepers*, San Diego School of Law Research Paper No. 07-46, disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=900257>, p. 60, 80, ove, tuttavia, è utilizzata con specifico riferimento al *rating* dei prodotti di finanza strutturata ed in un'accezione completamente negativa. Se ne dirà al § 3.

<sup>11</sup>DI AMATO, *I servizi di investimento*, in AMOROSINO, a cura di, *Manuale di diritto del mercato finanziario*, Milano, 2008, p. 89 ss.

<sup>12</sup>Sul ruolo dell'informazione nei mercati finanziari v., per tutti, ONADO, *Mercati e intermediari finanziari. Economia e regolamentazione*, Bologna, 2000, p. 206 ss. Nella letteratura giuridica una vivida analisi è quella di COSTI, *Informazione e mercato finanziario*, in *Banca, impresa, soc.*, 1989, II, p. 205 ss.

una selezione ottimale della controparte contrattuale, essendo meno informati rispetto agli emittenti sulla qualità intrinseca degli affari di questi ultimi. Eppure l'investitore ha interesse a conoscere il reale profilo di rischio dell'emittente, per poter ottenere una remunerazione del capitale che sia tale da riflettere correttamente tale profilo di rischio. In assenza delle informazioni rilevanti, e nell'impossibilità di distinguere tra le diverse categorie di debitori, l'investitore non può che formulare delle semplici congetture sulla solvibilità dell'emittente in base alle informazioni di cui dispone. Quando ciò accade, il tasso di interesse che si determina sul mercato è troppo alto per gli emittenti con una bassa probabilità di insolvenza ed è troppo basso per quelli con alta probabilità di insolvenza. Ne deriva che, nel breve periodo, sul mercato rimangono solo gli emittenti con un'alta probabilità di insolvenza, poiché gli altri, non adeguatamente compensati dal mercato stesso, tenderanno ad uscirvi e cercare canali alternativi di finanziamento. Nel lungo periodo, invece, si assisterà ad un deterioramento dello *standard* qualitativo del mercato con una riduzione del volume degli scambi ed un aumento del tasso di interesse. È l'effetto della selezione avversa provocata da situazioni di *hidden information*<sup>13</sup>: l'incertezza sulla qualità dei beni offerti sul mercato porta l'investitore (razionale e neutrale al rischio) a confonderli, riducendone indifferenziatamente il prezzo in conseguenza dell'esternalità negativa che la presenza dei beni di qualità inferiore produce su quelli di qualità superiore; questi ultimi tendono ad uscire dal mercato e "*lemons will dominate the market*"<sup>14</sup>.

Una volta instaurata la relazione di credito, l'asimmetria informativa può creare problemi anche in fase post-contrattuale, dando luogo a *moral hazard* dell'emittente. Stipulato il contratto, questi può comportarsi in maniera differente da quanto pattuito, specie se si considera che il merito di credito non è facilmente monitorabile in maniera continua da parte dell'investitore. L'effetto del comportamento opportunistico, reso possibile dalla situazione di *hidden action*, è rappresentato da una distorsione degli effetti del contratto con una perdita di efficienza in termini di benessere<sup>15</sup>.

In definitiva, se gli investitori non sono in grado di osservare la "qualità" degli emittenti e/o tale attività di monitoraggio è costosa, i mercati possono produrre un'allocazione inefficiente delle risorse finanziarie, in conseguenza dell'impossibilità di determinare esattamente il valore attuale dei flussi di reddito futuro delle attività finanziarie e, quindi, il prezzo "corretto" delle stesse.

In quest'ottica, il ruolo delle agenzie di *rating*, tramite la valutazione del-

---

<sup>13</sup>Per l'analisi del funzionamento di mercati caratterizzati da informazione asimmetrica è d'obbligo il rinvio ad AKERLOF, *The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and The Market Mechanism*, in 84 *The Quarterly Journal of Economics*, 1970, p. 488 ss.

<sup>14</sup>EASTERBROOK e FISCHER, *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge MA, 1991, p. 280.

<sup>15</sup>In altri termini, il rischio è che, una volta stipulato il contratto sulla base di un determinato merito di credito al quale corrisponde un determinato tasso d'interesse, l'emittente ponga in essere comportamenti che determinano una diminuzione dei suoi *standards* creditizi. Cfr. FERRI e LACITIGNOLA, *Le agenzie di rating*, cit., p. 77.

la solvibilità degli emittenti (sovrani, pubblici o privati), è quello di prestare al mercato un servizio di segnalazione (*signalling*) che può, in primo luogo, aiutare a ridurre i problemi di selezione avversa<sup>16</sup>. I *ratings*, frutto di un processo analitico di raccolta ed elaborazione di dati, finanziari e non, da parte di un soggetto terzo rispetto all'entità valutata, sono "segnali" della qualità dell'emittente o dell'emissione che consentono agli investitori di distinguere le diverse classi di debitori in base al merito creditizio e di valutare la rispondenza del tasso di interesse offerto al relativo profilo di rischio<sup>17</sup>. Inoltre, la sottoposizione dell'emittente al giudizio delle agenzie di *rating* costituisce strumento che disincentiva comportamenti opportunistici (che verrebbero riflessi nella valutazione del merito di credito incorporata nel *rating*), rendendo gli emittenti consapevoli di essere osservati da questi *gatekeepers*<sup>18</sup>.

Il *rating* svolge un ruolo considerevole sui mercati finanziari, in quanto, pur essendo basato su valutazioni complesse, risulta facilmente ed immediatamente comprensibile: esso rappresenta un vero e proprio parametro selettivo che permette di semplificare e velocizzare il processo decisionale degli investitori<sup>19</sup>, rendendo noto il rischio associabile all'investimento, e, contestualmente, aiuta gli emittenti migliori a raccogliere capitali ad un costo inferiore. Tuttavia, sebbene in ragione di quanto sin qui detto il ruolo positivo delle agenzie di *rating* appaia innegabile, l'evidenza empirica sul contenuto e sul valore informativo del *rating* non risulta ancora univoca. In generale, è stata dimostrata l'esistenza di un elevato grado di correlazione tra i *ratings* delle principali agenzie ed i tassi di fallimento, così come si ritiene che i *ratings* abbiano un ruolo

<sup>16</sup>Sulla segnalazione quale rimedio alla selezione avversa v., in chiave generale, NICITA e SCOPPA, *Economia dei contratti*, Bari, 2005, p. 181 ss.

<sup>17</sup>Cfr. WHITE, *A New Law for the Bond Rating Industry*, in 30 *Regulation*, 2007, p. 51. Occorre precisare che le agenzie forniscono un'opinione su quello che è il merito creditizio in un determinato lasso di tempo, stimando la probabilità di *default* dell'emittente, mentre non prendono in considerazione altri tipi di rischio connessi all'emissione di un qualsiasi strumento di debito, quali il rischio di cambio, il rischio di tasso d'interesse ed il rischio di frode da parte dell'emittente. Ciò che invece è incorporato nella maggior parte dei *ratings* è il c.d. *outlook*, cioè la tendenza attesa del *rating*, la quale può essere stabile, positiva o negativa a seconda che la prospettiva sia di mantenimento della categoria in essere, ovvero di miglioramento o di peggioramento. Per un'approfondita analisi delle variabili quantitative e qualitative prese in considerazione nell'attribuzione del *rating*, v. FERRI e LACITIGNOLA, *Le agenzie di rating*, cit., p. 95 ss.

<sup>18</sup>L'operato delle agenzie di *rating* riduce i costi di raccolta e di elaborazione delle informazioni rilevanti, che potrebbero essere tecnicamente o economicamente inaccessibili al singolo investitore su base individuale. In più, l'analisi svolta dalle agenzie è basata non solo su informazioni pubbliche, ma anche su informazioni private messe a disposizione dall'entità valutata, almeno nei casi in cui il *rating* sia *solicited*. Inoltre, sul versante dell'azzardo morale, le agenzie svolgono compiti di monitoraggio delegato, sollevando l'investitore da costi anche in questo caso difficilmente supportabili. Il loro mestiere è, insomma, quello di trasformare l'incertezza propria dei rapporti creditizi in rischi calcolabili. Naturalmente, lo stesso tipo di informazione potrebbe essere fornito dagli investitori istituzionali, i quali posseggono le capacità necessarie per procedere alla quantificazione del rischio di credito in maniera autonoma. Tuttavia, le agenzie elaborano i dati una sola volta per tutti gli operatori di mercato, beneficiando così di considerevoli economie di scala. Su tali aspetti v. FERRI e LACITIGNOLA, *Le agenzie di rating*, cit., p. 78 ss.

<sup>19</sup>Il che è un dato acquisito anche da quella recente giurisprudenza che afferma la responsabilità dell'intermediario che non segnali la valutazione operata dalle agenzie specializzate, in ragione del fatto che il *rating* è un fattore idoneo ad influenzare in maniera rilevante la scelta negoziale dell'investitore, con la conseguenza che la mancata comunicazione integra violazione dei più elementari obblighi informativi gravanti sull'intermediario. Sull'argomento cfr. FACCI, *Il rating e la circolazione del prodotto finanziario: profili di responsabilità*, nota a Trib. Cagliari, 2 gennaio 2006, in *Resp. civ. e prev.*, 2007, IV, p. 912 ss.



realmente determinante nella formazione del prezzo di mercato dei titoli di debito. Ma, ciò nonostante, non è ancora chiaro fino a che punto essi siano in grado di fornire ulteriori informazioni al mercato rispetto a quelle già pubblicamente disponibili<sup>20</sup>. Anche perché, si fa notare, se le agenzie verificassero accuratamente tutti gli aspetti – *et qualitativi et quantitativi* – rilevanti ai fini dell’attribuzione del *rating*, i relativi costi si innalzerebbero notevolmente, mettendole fuori mercato, quanto meno presso le società di non grande dimensione, ossia nell’area di loro possibile espansione<sup>21</sup>. E, al riguardo, non può essere ignorato il fatto che le agenzie di *rating* sono *profit organizations* il cui scopo non è eliminare le asimmetrie informative, bensì vendere un servizio secondo la logica della massimizzazione del profitto, la qual cosa le espone, al pari di qualsiasi altro operatore di mercato, a forti tentazioni capaci di compromettere il compito “istituzionale” che tradizionalmente viene loro riconosciuto. In effetti, l’esperienza storica dimostra che la loro attività non è stata sempre in grado di monitorare adeguatamente il merito creditizio (crisi asiatica, Enron, finanza strutturata), il che ha fatto sorgere seri interrogativi sul mercato, sulla realtà e sulla funzione del *rating*. Il copione puntualmente riproposti è stato quello di gravi ritardi nella revisione del *rating* di emittenti particolarmente vistosi, che, fino a pochi giorni prima del fallimento, si fregiavano dell’*investment grade*<sup>22</sup>.

Lo scetticismo intorno all’operato delle agenzie è ormai molto diffuso. A seguito del ripetersi di crisi e *defaults*, la dottrina economica e quella giuridica hanno prodotto una letteratura sempre più copiosa che ha portato alla luce gli aspetti di maggior problematicità nell’operato delle agenzie di *rating* del

<sup>20</sup>Sebbene la quantificazione del valore informativo del *rating* rimanga un problema aperto, a partire dagli anni ‘90 si dispone di un nuovo strumento di valutazione: i *Credit Default Swaps*. Il prezzo di questi titoli, infatti, è esclusivamente determinato dalle informazioni finanziarie disponibili sulle probabilità di *default* e di perdita in caso di fallimento. Di conseguenza, il prezzo dei CDS reagisce significativamente ai cambiamenti del *rating*. Gli studi svolti al riguardo dimostrano che il prezzo dei CDS reagisce maggiormente ai *downgrades* effettuati da *Moody’s* e da *Standard & Poor’s*. In genere, lo *spread* dei CDS sembra variare di 10 punti base nel giorno in cui viene effettuato l’annuncio del cambiamento del *rating*. Tuttavia, v’è un altro dato importante da tener in considerazione. Gli effetti sui prezzi dei CDS sono ancora più ampi quando alla variazione del *rating* consegue il passaggio dal livello *investment grade* al livello *speculative grade*, o viceversa. Il che è conseguenza delle importanti implicazioni regolamentari derivanti dal passaggio dall’una all’altra categoria. Dunque – come è stato notato: cfr. FERRI e LACITIGNOLA, *Le agenzie di rating*, cit., p. 82 –, l’analisi del contenuto informativo del *rating* è da considerarsi distorta dalle implicazioni regolamentari ad esso connesse. In tale prospettiva sembra trovar un’importante conferma la critica di PARTNOY, *The Siskel and Ebert of Financial Markets?: Two Humbs Down for the Credit Rating Agencies*, in 77 *Washington University Law Quarterly*, 1999, p. 619 ss, secondo il quale i *ratings*, nella maggior parte dei casi, non fanno altro che riflettere l’informazione già pubblicamente disponibile sul mercato; se il mercato reagisce al cambiamento del *rating* è solamente perché è cambiato lo *status* regolamentare, non il rischio di credito sottostante. Sul problema delle cc.dd. *regulatory licenses* si tornerà nel § 3.

<sup>21</sup>La considerazione è svolta da SAVONA, *Prefazione* a FERRI e LACITIGNOLA, *Le agenzie di rating*, cit., p. 11.

<sup>22</sup>Enron nel 2001, Parmalat nel 2003, Bear Stearn e Lehman Brothers nel 2008, per limitarsi all’ultimo decennio poiché, invero, potrebbe andarsi ancor più a ritroso nel tempo e incontrare vicende analoghe. Alcuni riferimenti si trovano in PRESTI, *Le agenzie di rating*, cit., p. 71, ivi alla nota n. 11. Per un’accurata ricostruzione delle crisi finanziarie e dei mega-fallimenti societari in cui è stato chiamato in causa l’operato delle agenzie di *rating*, v. ONADO, *I nodi al pettine. La crisi finanziaria e le regole non scritte*, Roma-Bari, 2009, *passim*.

credito. Passiamo ad esaminarli in dettaglio.

3. Uno dei capitoli centrali nello studio delle agenzie di *rating* del credito è quello relativo al c.d. meccanismo di reputazione.

L'assunto di partenza 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<sup>23</sup>; 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<sup>24</sup>.

Per lungo tempo si è creduto che il capitale reputazionale fosse il bene più prezioso per le agenzie, un bene verso il cui incremento e conservazione esse avrebbero sempre naturalmente proteso, poiché su di esso si fonda l'affidamento degli investitori e, di conseguenza, la buona o la cattiva sorte del loro *business*. Per anni, dunque, il motto è stato “*reputation can be a substitute for regulation*”<sup>25</sup>: nel meccanismo di reputazione si vedeva un presidio pienamente capace di garantire l'obiettività, l'indipendenza e l'accuratezza dei *ratings*, al punto da rendere inutile (se non addirittura controproducente) qualsiasi forma di regolamentazione, dal momento che la perdita di fiducia degli investitori avrebbe significato l'azzeramento del valore del prodotto che le agenzie vendono sul mercato. Più in dettaglio:

*i*) la necessità di accumulare un buon capitale reputazionale costituirebbe un forte incentivo all'investimento nella raccolta delle informazioni necessarie per l'accuratezza dei *ratings*;

*ii*) la reputazione richiede tempo ed investimenti notevoli per essere costruita, perciò la prospettiva della perdita di tale reputazione sarebbe in grado di sterilizzare i potenziali conflitti d'interesse in cui le agenzie spesso si trovano ad operare, garantendo l'obiettività e l'indipendenza delle loro valutazioni;

*iii*) il sistema virtuoso di incentivi che il meccanismo reputazionale innesca renderebbe inutile e probabilmente controproducente l'assoggettamento delle agenzie al controllo da parte dei regolatori pubblici, che rischierebbe di compromettere la competizione nell'acquisizione di capitale di reputazione, intaccando

<sup>23</sup>Si è già detto (*supra*, nota n. 10) che è proprio l'impegno della propria reputazione a caratterizzare l'operato dei cc.dd. *market gatekeepers*.

<sup>24</sup>In ragione di ciò, l'emittente che riceva un *rating* elevato da parte di un'agenzia dotata di un significativo capitale reputazionale sarà in grado di collocare il proprio debito presso una platea più ampia di investitori e ad un costo relativamente più basso di quello che avrebbe dovuto sostenere ove non avesse fatto ricorso al *rating*. Cfr. FERRI e LACITIGNOLA, *Le agenzie di rating*, cit., p. 81.

<sup>25</sup>SCHWARZ, *Private Ordering of Public Markets: the Rating Agencies Paradox*, in 1 *University of Illinois Law Rev.*, 2002, p. 1 ss. Cfr. anche HUSISIAN, *What standard of care*, cit., p. 425; COVITZ e HARRISON, *Testing Conflicts of Interest at Bond Ratings Agencies with Market Anticipation: Evidence that Reputation Incentives Dominate*, disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=512402>, *passim*. E si vedrà che tale prospettiva è stata a lungo condivisa dagli stessi regolatori.

l'efficiente funzionamento del mercato dei servizi di *rating* (c.d. *accountability paradox*).

Guardando indietro, la domanda da porsi è: cosa non ha funzionato?

Ad essere sottostimato è stato, innanzitutto, il rischio che, in un mercato sottratto agli incentivi della concorrenza, una volta consolidato il capitale di reputazione<sup>26</sup>, le agenzie siano tentate di ridurre gli investimenti nella raccolta e nell'analisi delle informazioni – vale a dire, di ridurre i propri costi – al di sotto del livello ottimale corrispondente ad una determinata reputazione<sup>27</sup>. In secondo luogo, e di conseguenza, finché le barriere all'entrata rimangono alte e la loro responsabilità civile permane bassa o inesistente, l'assenza di meccanismi di mercato o legali atti a far pagar loro il costo di negligenze e di comportamenti opportunistici rende esiziale il problema dei conflitti d'interesse<sup>28</sup>: le agenzie possono decidere consapevolmente di sacrificare parte del capitale reputazionale per incrementare i profitti, non essendo più incentivate ad equilibrare gli interessi a breve termine derivanti dalla relazione economica che intrattengono con gli emittenti con l'esigenza di costruirsi un duratura e stabile reputazione presso il pubblico degli investitori.

La prima e più evidente situazione di conflitto d'interesse deriva proprio dal fatto che, come ben noto, a partire dalla metà degli anni Settanta, sono gli emittenti stessi a pagare per ottenere i *ratings*, a differenza di quanto avveniva in origine, quando erano gli investitori ad acquistare i servizi delle agenzie<sup>29</sup>.

La contraddizione che ne deriva è profonda: le agenzie di *rating*, nella sostanza, prestano un servizio agli investitori, ma vengono commissionate e remunerate dagli emittenti. Il rischio è, ovviamente, la creazione di forti incentivi alla produzione di *ratings* inflazionati e, specularmente, di forti disincentivi al *downgrading* dei *ratings* originariamente emessi. In particolare, sotto quest'ultimo profilo, il modello *issuers-paid* crea una tendenza conservativa delle

---

<sup>26</sup>Qui si innesta un aspetto fondamentale cui si accenna, ma sul quale si tornerà in seguito (§ 5). Si tratta del c.d. effetto “*catch 22*” prodotto dalla scelta della SEC di introdurre, nel 1975, la categoria delle *Nationally Recognized Statistical Rating Organizations* (NRSROs), la quale, secondo i più, avrebbe prodotto l'effetto di importare a livello regolamentare le naturali barriere all'entrata del mercato del *rating* rappresentate dai vantaggi di cui le pionieristiche *Moody's*, *Standard & Poor's* e *Fitch* godevano in qualità di *first movers*, finendo per “blindare” la loro reputazione che veniva così sottratta alla competizione da parte di altri aspiranti operatori.

<sup>27</sup>Così FERRI e LACITIGNOLA, *Le agenzie di rating*, cit., p. 108.

<sup>28</sup>Cfr. COFFEE JR., *Ratings Reform: The Good, The Bad, and The Ugly*, Columbia Law School Working Paper No. 375, disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=1650802>, p. 3.

<sup>29</sup>Alla base del passaggio dal modello di *business* c.d. *investors-paid* a quello *issuers-paid* vengono comunemente individuati due diversi fattori. Innanzitutto, la necessità delle principali agenzie di far fronte a problemi di *free riding* derivanti dall'ormai esiguo costo delle fotocopie, che impediva loro di massimizzare il valore dell'informazione prodotta, di fatto ormai divenuta un bene pubblico in ragione della non escludibilità dal suo godimento di soggetti diversi dai clienti che avevano acquistato il *rating*. In secondo luogo, determinante fu il traumatico fallimento della società di trasporti *Penn Central* nel 1970, un evento che rese i mercati obbligazionari maggiormente attenti al merito di credito degli emittenti e, di conseguenza, indusse questi ultimi a munirsi della “certificazione” delle agenzie di *rating* in ordine alla qualità degli strumenti finanziari emessi. In argomento cfr. WHITE, *A New Law*, cit., p. 49; PARTNOY, *How and Why*, cit., p. 62 ss. e COFFEE JR., *Gatekeepers*, cit., p. 292 ss., ove vengono ripercorse in modo dettagliato le più importanti tappe della storia economica e giuridica delle agenzie di *rating*.

agenzie, strette tra l'esigenza di non compromettere la relazione con l'emittente – per il quale un abbassamento del *rating* vorrebbe dire un incremento dei costi della raccolta del finanziamento sul mercato – e quella di proteggere la propria reputazione, che potrebbe essere compromessa da successive revisioni al ribasso di emittenti inizialmente valutati come veri campioni di merito creditizio<sup>30</sup>.

In definitiva, il modello di *business issuers-paid* comporta, inevitabilmente, il rischio di una forte riduzione del valore di segnalazione del *rating*, privandolo della garanzia di indipendenza della sottostante valutazione.

È lo stesso modello *issuers-paid*, inoltre, a produrre i fenomeni di *rating shopping* e di impiego ricattatorio dei cc.dd. *unsolicited ratings*.

Gli emittenti hanno tutto l'interesse di andare alla ricerca dell'agenzia disposta ad emettere un *rating* corrispondente al livello che si desidera o che si abbisogna; ciò è fonte di evidenti conflitti d'interesse poiché, per timore di perdere un cliente ovvero al fine di acquisirne di nuovi, l'agenzia potrebbe assecondare tali richieste e fornire *ratings* inflazionati. Ma quel che è ancor più grave è l'effetto che le pratiche di *rating shopping* sono in grado di produrre, dal momento che il mercato verrà a conoscenza solamente della valutazione più ottimistica inquinata dal conflitto d'interesse<sup>31</sup>.

Gli *unsolicited ratings* sono, invece, *ratings* emessi dalle agenzie in assenza di una specifica richiesta da parte dell'emittente. In linea teorica, un *unsolicited rating* dovrebbe presentarsi quale valutazione del merito creditizio dell'emittente libera da condizionamenti, in quanto non viziata dall'endemic

---

<sup>30</sup>Quest'aspetto è ben sottolineato da MARIS, *The regulation of credit rating agencies in the US and Europe: historical analysis and thoughts on the road ahead*, disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=1434504>, p. 9, e costituisce un elemento importante per spiegare i gravi ritardi nel declassamento di emittenti importanti, spesso avvenuti, come già si è detto, quando la cattiva qualità del loro merito creditizio era già ampiamente nota al mercato. L'esempio comunemente addotto nella letteratura a riprova di ciò è quello relativo al fallimento di Enron. La società, che fino a quattro giorni prima del *default* godeva dell'*investment grade* da parte di *Moody's* e *Standard & Poor's*, era stata declassata a *junk* dall'agenzia *Egan-Jones* 5 mesi prima rispetto alle altre due agenzie. *Egan-Jones* riscuote le commissioni dagli investitori e non dagli emittenti. V'è anche un altro fenomeno molto importante da tener in considerazione nella fase di *ongoing surveillance* e che si colloca, anch'esso, a metà strada tra il meccanismo di reputazione e il problema dei conflitti d'interesse. Se, infatti, il modello *issuers-paid* e la preoccupazione delle agenzie di non apparire incoerenti, rappresentano, di per se stessi, energici disincentivi al *downgrading*, ancora più potente è il meccanismo per cui il *rating* delle maggiori agenzie tende ad essere una *self-fulfilling prophecy*, una profezia autorealizzantesi. La credibilità di cui le principali agenzie godono sul mercato comporta che un abbassamento del *rating* tale da far perdere l'*investment grade* o, comunque, tale da avvicinare la relativa soglia – anche per le implicazioni regolamentari che vi sono connesse – produrrà un aumento dei costi di finanziamento dell'emittente e, quindi, un ulteriore aggravamento della sua posizione finanziaria, potendo causare l'assoluta impossibilità di ricorrere a risorse esterne per tentare di ristrutturare il debito: “*in other words, each downgrade causes deterioration, which may warrant a further downgrade, which may cause further deterioration, and so on*”. HILL, *Regulating the Rating Agencies*, in *82 Washington University Law Quarterly*, 2004, p. 69. Per ulteriori considerazioni sulle conseguenze che questo meccanismo può produrre sull'operato delle agenzie v. FERRI e LACITIGNOLA, *Le agenzie di rating*, cit., p. 112 ss., 155.

<sup>31</sup>Altro che mitigazione delle asimmetrie informative! Non sorprende, pertanto, che in dottrina si rinven-gano critiche radicali verso l'operato delle agenzie, come quella di STRULIK, *Rating Agencies and Systemic Risk: Paradoxes of Governance*, in HERITIER, a cura di, *Common goods: reinventing European and international governance*, Lanham MD, 2002, p. 317 ss., secondo il quale i *ratings* debbono essere considerati, dal punto di vista sociologico, dei meri “equivalenti di certezza”, convenzionalmente accettati, ma che in realtà finiscono per riprodurre incertezza.

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”<sup>32</sup>, 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<sup>33</sup>. Insomma, non proprio una *best practice* da raccomandare<sup>34</sup>.

Un altro tema di enorme rilevanza concerne lo studio dei problemi connessi al valore regolamentare del *rating*. A partire dagli anni Trenta, ed in modo sempre più pervasivo in progresso di tempo, una parte assai considerevole della regolamentazione statunitense<sup>35</sup> è stata basata sull'affidamento incondizionato sul sistema dei *ratings* ai fini della regolamentazione delle istituzioni finanziarie e della disciplina dei mercati mobiliari: dal conseguimento o meno dell'*investment grade* i regolatori iniziarono a far derivare una serie di conseguenze normative che incidevano profondamente sulla disciplina delle obbligazioni, degli emittenti e degli intermediari, influenzandone sensibilmente costi, margini e discrezionalità nelle scelte di investimento, rispetto alle quali il *rating* diveniva uno strumento determinante.

Ciò ha creato una stretta interdipendenza tra le agenzie di *rating* e gli altri soggetti del mercato finanziario, facendo sì che le prime fossero in grado di vendere non solo valutazioni professionali indipendenti, ma anche un vero e proprio trattamento normativo, una c.d. *regulatory license* da cui conseguiva

---

<sup>32</sup>Cfr. ONADO, *Imprese, banche, agenzie di rating nella crisi del terzo millennio*, in AA.VV.,  *Mercati finanziari e sistema dei controlli*, Milano, 2005, p. 34.

<sup>33</sup>Al riguardo merita segnalare la perspicace ricostruzione del fenomeno operata da PARTNOY, *How and Why*, cit., p. 72: “[w]ith respect to unsolicited ratings, the credit rating agencies are unique among gatekeepers. In particular, the conflicts involving securities analysts are the reverse of those associated with credit ratings: the allegation is that analysts give unduly favorable ratings to persuade issuers to pay additional fees for other services, not that they give unduly unfavorable ratings to persuade issuers to pay for the ratings. In other words, the securities analyst conflicts are “pull” conflicts in which the analyst dangles the prospect of favorable ratings to obtain future fees, whereas the rating agency conflicts are “push” conflicts in which the agency threatens the issuer with unfavorable ratings to obtain fees now”. Sull'argomento un'accurata analisi è sviluppata anche da KORMOS, *Quis custodiet ipsos custodiet? Revisiting Rating Agency Regulation*, disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=1085132>, p. 18 ss.

<sup>34</sup>PRESTI, *Le agenzie di rating*, cit., p. 91. Appare evidente come l'uso ricattatorio degli *unsolicited ratings* sia una potente arma di cui le grandi agenzie dispongono in virtù della reputazione di cui godono, della quale possono essere tentate di abusare al fine di rafforzare la propria posizione e chiudere ulteriormente il mercato. L'effetto è, ancora una volta, la produzione di *ratings* non rispondenti a corrette valutazioni. D'altro canto, tuttavia, gli *unsolicited ratings* rappresentano uno dei pochi strumenti attraverso cui le agenzie di minori dimensioni possono farsi conoscere e crearsi una reputazione sul mercato e, di converso, possono fornire agli investitori un'opinione ulteriore rispetto a quella prodotta dal soggetto remunerato dall'emittente valutato. In effetti, questa “doppia anima” dei *ratings* non richiesti sembra essere stata colta dai regolatori, che (come si vedrà *infra*, § 5 e 6), da un lato, impongono la *disclosure* del carattere *unsolicited* del *rating* – non solo perché potenziale frutto di incentivi perversi, ma anche perché generalmente considerato meno accurato, essendo normalmente basato sulle sole informazioni pubblicamente disponibili – e, dall'altro, impongono obblighi volti a rendere possibile – secondo un criterio di parità di accesso alle informazioni private rilevanti – l'emissione di *unsolicited ratings* su prodotti di finanza strutturata da parte di agenzie diverse da quelle commissionate dall'emittente.

<sup>35</sup>Lo si vedrà in dettaglio nel § 5.

la possibilità di fruire di una disciplina più favorevole<sup>36</sup>.

La teoria delle licenze regolamentari<sup>37</sup> è che l'uso del *rating* all'interno della regolamentazione avrebbe fatto venir meno il ruolo delle agenzie quali intermediari che forniscono informazione finanziaria derivata valutabile in ragione della loro capacità di accumulare e detenere capitale di reputazione. L'impiego delle valutazioni delle agenzie quale strumento di *compliance* produrrebbe, in altri termini, una enorme componente artificiale nella domanda di *rating* tale da mettere fuori gioco il funzionamento del meccanismo di reputazione: le agenzie non avrebbero più bisogno di competere in base alla qualità dei loro prodotti, essendo la stessa regolamentazione a garantire il successo della loro impresa. Ciò avrebbe finito per produrre un azzeramento del valore informativo dei *ratings* – ormai economicamente privi di ogni utilità perché spesso incorporanti informazioni già disponibili al mercato –, convertendolo in un elevato valore “normativo” derivante da quella che, sostanzialmente, è vista come una privatizzazione di funzioni regolamentari tale da consentire alle agenzie di vendere diritti di proprietà associati all'ottemperanza alla regolamentazione<sup>38</sup>.

Domanda di *rating* dopata dalle relative implicazioni regolamentari; elevatissima concentrazione del mercato; modello di *business* fortemente esposto a rischi di conflitti d'interesse; sostanziale esenzione da responsabilità civile. Insomma, non proprio un quadro tranquillizzante quello relativo alle agenzie di *rating*<sup>39</sup>.

Nell'estate del 2007, con la crisi della finanza strutturata che ha stravolto l'ordinato funzionamento dei mercati, l'operato delle agenzie di *rating* è finito

---

<sup>36</sup>Il conseguimento dell'*investment grade* comportava, ad es., per gli intermediari soggetti a vigilanza prudenziale la possibilità di valutare i titoli al costo storico e non *mark-to-market*; per i fondi monetari la possibilità di acquistarli; per gli emittenti la possibilità di ricorrere alla sollecitazione nella più snella e rapida forma della *shelf registration*, etc. Cfr. PRESTI, *Le agenzie di rating*, cit., p. 73; FERRI e LACITIGNOLA, *Le agenzie di rating*, cit., p. 163.

<sup>37</sup>La cui paternità è da attribuirsi a PARTNOY, *The Siskel and Ebert*, cit., p. 681 ss., il quale ha poi avuto modo di ribadirla in ogni suo successivo scritto: v. ID, *How and Why*, cit., p. 81 ss.; ID, *The Paradox of Credit Ratings*, San Diego School of Law Working Paper No. 20, disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=285162>, p. 5 ss.; ID, *Rethinking Regulation of Credit Rating Agencies: An Institutional Investor Perspective*, disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=1430608>, p. 4 ss.

<sup>38</sup>In altri termini – ed in sintesi – secondo Partnoy “*credit ratings are important because regulations say they are*” (*The Paradox*, cit., p. 2). La tesi è stata considerata esagerata nella misura in cui pretende di negare al *rating* ogni valore informativo, individuando nei benefici che ne conseguono sul piano regolamentare l'unica ragione in grado di spiegarne la rilevanza e la diffusione sui mercati. Cfr. HILL, *Regulating*, cit., p. 66 ss., ove vengono analizzate alcune evidenze empiriche che portano l'Autore a concludere che il *rating* mantenga un proprio valore di segnalazione autonomo rispetto a quello regolamentare che vi sia eventualmente associato. Nella letteratura italiana le critiche alla tesi di Partnoy sono condivise da PRESTI, *Le agenzie di rating*, cit., p. 74, 75; e da FERRI e LACITIGNOLA, *Le agenzie di rating*, cit., p. 110 ss. Ciò nonostante, anche coloro che non negano al *rating* un valore per il contributo informativo che esso fornisce al mercato, sono concordi nel ritenere che il problema delle licenze regolamentari esista, ma sostengono che esso derivi da errori tecnici dei regolatori che avrebbero finito per creare un mercato protetto, attribuendo alle poche agenzie riconosciute come NRSROs una rendita di posizione ed una delega regolamentare in bianco, lasciandole operare nella più piena ed opaca discrezionalità, senza che sulla loro attività fosse esercitata alcuna forma di vigilanza. Lo si vedrà analizzando lo sviluppo della regolamentazione statunitense negli anni Trenta e Settanta. Parimenti concorde è la letteratura nel sottolineare come il rinvio al *rating* per scopi regolamentari, alimentando la richiesta di valutazioni elevate, favorisca l'insorgere di pratiche di *rating shopping* e, in ultima analisi, esaspera il problema dei conflitti d'interesse.

<sup>39</sup>PRESTI, *Le agenzie di rating*, cit., p. 76, 77.

nuovamente sotto esame e, questa volta, esse sono state considerate non semplici testimoni, ma primarie protagoniste della crescente ondata di instabilità finanziaria che, all’esito di un decennio vissuto pericolosamente, si è abbattuta sull’economia mondiale<sup>40</sup>.

Un utile punto di partenza per analizzare gli addebiti mossi verso l’operato delle agenzie è quello di considerare il carattere *rating-driven*<sup>41</sup> delle attività di finanza strutturata. Ciò significa che le cartolarizzazioni sono progettate e costruite in modo tale che il prodotto sia meritevole di un prestabilito (elevato) livello di *rating*<sup>42</sup>, al fine di sfruttare i benefici regolamentari connessi all’*investment grade* e permetterne, così, il collocamento anche presso investitori molto conservativi (ad es., fondi pensione e fondi monetari), pagando un basso tasso d’interesse come remunerazione del rischio del prodotto e guadagnando il differenziale tra i tassi di interesse delle rate dei prestiti originari e quelli dei *coupons* delle *tranches* di ABS<sup>43</sup>. Il processo di assegnazione del *rating* a questi prodotti è, in un certo senso, esattamente l’inverso di quello utilizzato per gli strumenti di debito tradizionali: piuttosto che analizzare le caratteristiche dello strumento e procedere alla determinazione del *rating*,

---

<sup>40</sup>Per comprendere il ruolo giocato dalle agenzie di *rating* rispetto ai titoli “tossici” legati alla cartolarizzazione dei mutui *sub-prime*, è necessario aver presente come opera questo meccanismo volto a trasferire il rischio di credito dal soggetto finanziatore al mercato. In questa sede sarà sufficiente ricordare che, nella sua forma più semplice, ciò avviene mediante la cessione di un *pool* di crediti dal finanziatore (*originator*) ad un’apposita società veicolo (*Special Purpose Vehicle*), la quale finanzia l’acquisizione trasformando le attività cedute in un pari importo di titoli obbligazionari (*Asset Backed Securities*) da collocare sul mercato; titoli il cui capitale ed i cui interessi verranno pagati con il *cash flow* generato dai crediti acquistati. Il meccanismo, oltre al *pooling* di diverse attività sottostanti ed alla loro cartolarizzazione, comprende anche il c.d. *tranching*: i titoli emessi vengono ripartiti in *tranches* gerarchicamente ordinate, ciascuna delle quali è soggetta in via successiva al rischio di *default* dei debitori sottostanti, di modo che le *tranches* privilegiate (*senior*) subiranno perdite se, e nella misura in cui, i *defaults* sulle attività sottostanti saranno di entità tale da non essere assorbiti dalle *tranches* subordinate (*junior*) che, quindi, sopportano in prima battuta il pericolo di insolvenza dei debitori ceduti. La protezione delle diverse *tranches* dal rischio di *default* viene normalmente rafforzata da ulteriori meccanismi di *credit enhancement*, quali, ad es., il trasferimento alla società veicolo di crediti per importo maggiore rispetto a quello nominalmente necessario a coprire capitale ed interessi dei titoli emessi, oppure strumenti di assicurazione dei crediti e/o di scommessa sul *default*. Per una più dettagliata ricostruzione cfr. INTERNATIONAL MONETARY FUND, *Containing Systemic Risks and Restoring Financial Soundness*, aprile 2008, p. 55 ss.; e, in letteratura, BARUCCI e MORINI, *Cartolarizzazioni: che cosa non ha funzionato*, in BARUCCI e MESSORI, a cura di, *Oltre lo shock. Quale stabilità per i mercati finanziari*, Milano, 2009, p. 49 ss; nonché VITUCCI, *La cartolarizzazione dei crediti*, in AMOROSINO, a cura di, *Manuale*, cit., p. 397 ss.

<sup>41</sup>L’espressione è di HILL, *Regulating*, cit., p. 49.

<sup>42</sup>Cfr. FINANCIAL STABILITY FORUM, *Enhancing Market*, cit. p. 33.

<sup>43</sup>“Con [...] complessi meccanismi bundling & slicing si ottiene il risultato di migliorare sensibilmente il rating medio delle attività sottostanti magicamente trasformando, in una sorta di moderna alchimia, gran parte di ciò che in ipotesi meriterebbe un BB in un più favorevole AAA: il che [...] comporta un notevole aumento delle possibilità di collocamento di tali strumenti di credit risk transfer e un costo minore di funding per i soggetti [...] che operano nel mercato dei titoli strutturati”. Così PRESTI, *Le agenzie di rating*, cit., p. 87. A metà del 2007, dei circa 37mila prodotti di finanza strutturata emessi negli Stati Uniti, ben il 60% aveva *rating* AAA, a fronte dell’1% dei *corporate bonds* muniti di un *rating* così elevato. V. BARUCCI e MORINI, *Cartolarizzazioni*, cit., p. 54 ss. Proprio in relazione al carattere *rating-driven* delle operazioni di cartolarizzazione si spiega l’affermazione (già richiamata in nota n. 10) di PARTNOY, *How and Why*, cit., p. 60, 80, secondo cui “with respect to structured finance, credit rating agencies have been functioning more like “gate openers” rather than gatekeepers. The agencies are engaged in a business [...] which is radically different from the core business of other gatekeepers. No other gatekeeper has created a dysfunctional multi-trillion dollar market, built on its own errors and limitations”.

si “struttura” il prodotto in modo tale che esso sia meritevole del *rating* desiderato dall'emittente<sup>44</sup>. La massimizzazione del *rating* è l'obiettivo stesso dell'operazione e la centralità del *rating* nella finanza strutturata è confermata dall'enorme incremento dei profitti che il settore ha portato alle agenzie.

Ma, a dispetto di tale significativo ruolo, l'esplosione della crisi e la conseguente analisi delle dinamiche della finanza strutturata hanno fatto emergere in maniera nitida le profonde debolezze ed inadeguatezze delle metodologie e dei modelli utilizzati dalle agenzie per i titoli prodotti tramite cartolarizzazioni, oltre a confermare aspetti di problematicità relativi al loro operato già ampiamente noti.

In particolare i modelli sottostimavano:

- i) il livello di correlazione tra le attività sottostanti e, di conseguenza, l'interdipendenza dei rischi all'interno dei portafogli di prestiti<sup>45</sup>;
- ii) la scarsa affidabilità delle serie storiche sui mutui<sup>46</sup>;
- iii) il rischio di liquidità<sup>47</sup>.

---

<sup>44</sup>Una dettagliata descrizione del procedimento di assegnazione del *rating* sui titoli di finanza strutturata è fornita da FERRI e LACITIGNOLA, *Le agenzie di rating*, cit., p. 129.

<sup>45</sup>I modelli descrivevano la perdita associata al fallimento e la probabilità di fallimento senza considerare le condizioni a livello di sistema in cui tali perdite avrebbero potuto verificarsi. Le agenzie non hanno considerato il fatto che di fronte ad eventi negativi di una certa dimensione le probabilità di *default*, anziché essere indipendenti, fossero correlate positivamente tra i vari mutuatari. Un evento che comporta una perdita notevole a livello di sistema, quale il *default* di un elevato numero di mutuatari, andrebbe sopravvalutato in termini di probabilità, in quanto si verifica in una congiuntura assai negativa per l'economia. Invece, i modelli utilizzati dalle agenzie non prevedevano, tra i loro scenari, un repentino innalzamento della correlazione nelle perdite sui singoli mutui ed erano quindi inadatti a valutare il rischio di prodotti che avevano un profilo di perdita esposto a rischio sistemico. Cfr. FERRI e LACITIGNOLA, *Le agenzie di rating*, cit., p. 144; BARUCCI e MORINI, *Cartolarizzazioni*, cit., p. 66 ss.; COFFEE JR., *Turmoil in U.S. Credit Markets: The Role of the Credit Rating Agencies*, audizione del 26 aprile 2008 avanti il Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, p. 4, ove le agenzie vengono accusate, inoltre, di aver “*seriously underestimated how much of the portfolio had to be placed in the junior tranche and subordinated in order to adequately secure the senior tranche*”. Su tale ultimo aspetto v., *amplius*, ID., *Rating Reforms*, cit., p. 12 ss. Dubbi sono stati espressi anche in merito alla corretta valutazione del *credit enhancement*, in particolare con riguardo al fatto che gli stessi veicoli costituiti dalle banche ottenessero spesso un *rating* AAA anche quando a loro disposizione fossero state costituite linee di credito da parte di banche munite di un *rating* inferiore, il che non depone certo a favore di un'adeguata valutazione del rischio economico, dato che il fallimento della banca avrebbe esposto il veicolo a rischi elevati.

<sup>46</sup>La limitatezza dei dati utilizzati dalle agenzie per predire la *performance* futura dei titoli ha rappresentato un limite serio. Esse disponevano di serie storiche molto limitate (periodo compreso tra il 2000 e il 2005 con prezzi delle case in crescita e basso saggio di fallimento), contravvenendo ad una regola abbastanza intuitiva che impone di utilizzare una serie storica tale da ricomprendere un intero ciclo dell'economia e del mercato (fasi di espansione e fasi di contrazione): “[è] *difficile stabilire se la scelta sia stata dettata dalla volontà di generare rating elevati o dall'aver fatto propria la convinzione di Greenspan di un cambiamento di regime dell'economia, essa ha comunque portato a rating improntati a eccessivo ottimismo*”. BARUCCI e MORINI, *Cartolarizzazioni*, cit., p. 66.

<sup>47</sup>La crisi ha dimostrato che alcuni mercati sono soggetti a divenire altamente illiquidi, portando a forti perdite. I modelli di attribuzione del *rating* non comprendevano questo aspetto. Storicamente, i titoli che avevano il più elevato *rating* erano molto liquidi a prescindere dagli eventi di mercato. Inoltre, i loro prezzi non erano mai stati molto volatili se comparati con quelli muniti di un *rating* più basso. Ma il collegamento tra bassi tassi di *default*, bassa volatilità e alta liquidità non sono necessità logiche. *In terminis*, FERRI e LACITIGNOLA, *Le agenzie di rating*, cit., p. 187. Sul punto v. anche PRESTI, *Le agenzie di rating*, cit., p. 89, il quale riferisce di un discorso del presidente della SEC in cui si ammette che l'errata percezione per cui *rating* elevato equivalga a liquidità e bassa volatilità si era oramai stratificata anche nelle maglie della regolamentazione; e BARUCCI e MORINI, *Cartolarizzazioni*, cit., p. 65, ove si sottolinea l'importanza delle implicazioni che tali assunzioni producono sui modelli matematici di valutazione: in effetti, quando si



Più in generale, data l'estrema complessità dei prodotti strutturati ed essendo molti di questi relativamente nuovi, pare che ancora oggi non vi sia un metodo di valutazione universalmente riconosciuto<sup>48</sup>.

Il ruolo delle agenzie di *rating* nella generazione e nella inefficiente allocazione di un volume eccessivo di rischi che ha condotto alla instabilità di sistema, può essere apprezzato anche sotto un altro rilevante profilo. Le agenzie debbono valutare le probabilità di *default* nelle varie giunzioni del processo di cartolarizzazione, ma debbono anche quantificare il rischio di *default* dei mutuatari all'origine. Ma, pur tuttavia, le agenzie di *rating*, tradizionalmente, non procedono ad alcuna verifica dei dati fattuali su cui basano il proprio giudizio, né procedono ad alcuna *due diligence* sull'emittente e, mentre rispetto alle obbligazioni societarie la gran parte dei dati rilevanti deriva da informazioni contabili soggette a controlli interni ed esterni e destinate alla pubblicità, per le obbligazioni strutturate le agenzie dispongono solamente delle informazioni fornite dall'*arranger* dell'operazione, il quale ha un notevole incentivo a trattenere le informazioni che potrebbero condizionare il raggiungimento del livello di *rating* sperato. Sono le conseguenze dell'affermazione sempre più pervasiva del modello di intermediazione finanziaria noto come *originate to distribute*, che ha condotto ad una sostanziale deresponsabilizzazione nell'analisi del merito creditizio da parte delle banche, senza che a ciò abbia fatto da contrappeso il (presunto) ruolo di *gatekeeper* delle agenzie di *rating*<sup>49</sup>, le cui

---

tratta valutare titoli scambiati su un mercato liquido, il ruolo del modello è comunque limitato; se il mercato di riferimento è, invece, illiquido, il ruolo del modello diventa cruciale e, se basato su ipotesi irrealistiche, soffrendo dei limiti già esposti, fornisce valutazioni poco affidabili. Il risultato è il passaggio dal *mark-to-market* al c.d. *mark-to-model*, cioè alla valutazione del titolo in base al prezzo suggerito dal modello computazionale, il che crea un'autoreferenzialità nella valutazione di questi titoli assai pericolosa. Quando ci si accorge dell'errore, come è accaduto nel 2007, la svalutazione è immediata e può avere una dimensione drammatica. La maggiore volatilità della finanza strutturata, infine, incide di per se stessa sull'affidabilità temporale del *rating*, riproponendo in maniera particolarmente accentuata il tradizionale problema della tempestività della revisione, in particolare del *downgrading*.

<sup>48</sup>L'aspetto relativo alla maggiore complessità dei titoli strutturati è, di per sé, un dato che non va assolutamente sottovalutato. La loro offerta delega al mercato non già la valutazione dei flussi di cassa dell'*impresa* emittente, come avviene con gli strumenti di debito tradizionali, bensì la valutazione dei flussi di cassa attesi da certe *attività dell'impresa*. Si aggiunga, poi, che la difficoltà di valutazione cresce in misura proporzionale al crescere della distanza dal "sottostante" nel caso delle cartolarizzazioni di cartolarizzazioni (CDO, *squared* CDO, *cubed* CDO). Questo ha condotto molti a ritenere che l'utilizzo di una identica scala di valori per prodotti di finanza tradizionale e prodotti di finanza strutturata sia risultato decettivo: AAA non ha lo stesso significato – né in sé né quanto a potenziale stabilità del giudizio – per i due settori. Sul punto v. PRESTI, *Le agenzie di rating*, cit., p. 89, e FERRI e LACITIGNOLA, *Le agenzie di rating*, cit., p. 187, ove, tuttavia, vengono sottolineati anche i rischi che potrebbero essere causati dall'utilizzo di una simbologia differente per i prodotti strutturati.

<sup>49</sup>Lasciamo parlare un Autore che si è occupato *funditus* di tale problema: "Unlike auditors, securities analysts, attorneys, investment banks and other financial gatekeepers, CRAs [credit rating agencies, ndr] do not conduct factual verification with respect to the information on which their valuation models rely. While accountants are quite literally «bean counters» and security analysts contact all possible sources of information (customers, suppliers, rivals) to obtain information about an issuer, CRAs simply disclose that they are relying on information supplied to them by others. The problem, of course, is that no model, however well designed, can outperform its informational inputs; unverified data results in the well-known «GIGO Effect» – Garbage In, Garbage Out. Due diligence did, however, use to be part of the process. Prior to 2000, the ratings agencies usually had a generally reliable source of information about the quality of the collateral in securitization pools. During this period prior to 2000, investment banks outsourced the task

valutazioni – come se tutto ciò ancora non bastasse – erano soggette a rischi di conflitti d’interesse che, nel campo della finanza strutturata, si riproponevano in maniera clamorosa.

In primo luogo, nessun dubbio che l’efficacia deterrente del meccanismo di reputazione fosse completamente vanificata dal fatto che i clienti per il cui favore le agenzie si trovavano a competere coincidevano con un numero ristretto di grandi banche d’investimento a livello mondiale, che organizzavano emissioni di prodotti strutturati a getto continuo capaci di assicurare alle agenzie stesse commissioni da 5 a 7 volte maggiori rispetto a quelle per il *rating* di strumenti tradizionali, arrivando a rappresentare anche più del 50% dei loro ricavi totali<sup>50</sup>. Non si poteva certo lasciare insoddisfatto un cliente del genere e correre il rischio che questi trasferisse altrove la propria richiesta di *rating*<sup>51</sup>.

In secondo luogo, dal carattere *rating-driven* delle operazioni di finanza strutturata derivava che, spesso, le agenzie discutessero delle implicazioni di *rating* di particolari strutture con gli emittenti, o che venissero addirittura preventivamente prestati servizi di consulenza per verificare la possibilità di raggiungere il livello di *rating* desiderato per le diverse *tranches* ed, eventualmente, per indicare come procedere alla loro “costruzione” per poter raggiungere tale risultato<sup>52</sup>.

4. Come già si è accennato in premessa, i recenti sconvolgimenti che hanno interessato i mercati finanziari hanno portato l’operato delle agenzie di

---

*of due diligence on asset-backed securitizations to specialized «due diligence» firms. These firms (of which Clayton Holdings, Inc. was probably the best known) would send squads of loan reviewers to sample the loans in a portfolio to be purchased from a financial institution or loan originator, checking credit scores and documentation. Although this sampling fell well short of an audit, it could identify the likely percentage of “problem” loans in the portfolio. But the intensity of this due diligence review declined after 2000 [...] Early in the decade, a securities firm might have asked Clayton to review 25% to 40% of the sub-prime loans in a pool, compared with typically 10% in 2006 [...] investment banks and deal arrangers ceased to pay for such activities, and CRAs did not insist on their continuation [...] this development [...] appears to have been driven less by the desire to economize on expenses than by a desire to suppress the «red flags» that factual investigations would uncover about the deterioration in credit quality in the subprime mortgage field [...] All these elements converge to support a classic «moral hazard» story: those who did not expect to hold these loans for long invested increasingly less in investigating their creditworthiness and indeed repressed adverse information by ceasing to inquire”. COFFEE JR., *Rating Reforms*, cit., p. 11, 12, 15 ss.*

<sup>50</sup>Cfr. ONADO, *I nodi al pettine*, cit., p. 159; PRESTI, *Le agenzie di rating*, cit., p. 88, nota n. 84.

<sup>51</sup>V. COFFEE JR., *Rating Reforms*, cit., p. 8 ss., ove viene riportata la testimonianza resa il 23 aprile del 2010 davanti ad una commissione d’inchiesta del Senato statunitense da parte di un *manager* di *Moody’s*, il quale ha dichiarato che “*it was well understood within Moody’s that even a small loss of market share would result in a manager’s termination*”. Merita sottolineare un altro aspetto particolarmente rilevante. Un forte incentivo alla cartolarizzazione derivava, per le banche, da implicazioni regolamentari relative ai requisiti patrimoniali che l’accordo “Basilea 2” voleva ponderati al grado di rischiosità degli *assets* misurato in base o a modelli di valutazione interni o alle valutazioni delle agenzie di *rating* (v. § 7). Ciò alimentava la richiesta di valutazioni favorevoli, dal momento che le banche, una volta cartolarizzati i mutui, trovavano assolutamente conveniente riacquistare tutte le *tranches* dei titoli emessi che godessero di un *rating* AAA. Questo è stato uno dei principali motivi per cui il rischio non è mai uscito dal sistema dell’intermediazione. In argomento cfr. BARUCCI e MORINI, *Cartolarizzazioni*, cit., p. 57 ss.

<sup>52</sup>FINANCIAL STABILITY FORUM, *Enhancing Market*, cit. p. 33. Sui conflitti d’interesse nascenti dalla prestazione di cc.dd. *ancillary services* da parte delle agenzie di *rating* cfr., in chiave generale, PARTNOY, *How and Why*, cit., p. 68 ss.; KORMOS, *Quis custodiet ipsos custodiet?*, cit., p. 22 ss.

*rating* ad essere oggetto di attenzione anche da parte dei regolatori. L'idea che le agenzie abbiano giocato un ruolo determinante nella crisi finanziaria ed economica ancora in atto<sup>53</sup> ha sancito il definitivo tramonto del previgente atteggiamento di favore verso la loro autoregolamentazione guidata dall'operare spontaneo delle forze di mercato.

Negli USA ciò si è tradotto nel completamento di un processo di assoggettamento delle agenzie al controllo delle autorità pubbliche che aveva avuto inizio già prima della crisi, mentre in Europa si è assistito per la prima volta alla produzione di una regolamentazione diretta a disciplinare l'attività di questi soggetti, nel tentativo di migliorare l'integrità, la trasparenza e l'affidabilità delle valutazioni che essi diffondono sul mercato.

Con il senno di poi, si è affermata anche la convinzione che gli investitori abbiano fatto un affidamento eccessivo e quasi meccanico sul *rating*. Un'affermazione che ha del vero, ma che lascia un pò perplessi ove si consideri che nessuno prima e più dei regolatori ha fatto (cieco) affidamento sul *rating*, rendendo le agenzie detentrici di "*regulatory licenses that enabled them to exploit their quasi-governmental power for self-interested purposes*"<sup>54</sup>. Ma, invero, anche di questo si è preso atto e si è avviato un processo di riduzione del valore regolamentare accordato al *rating*, che, in prospettiva, si presenta comunque lungo e tortuoso. Parimenti, si è affacciata l'idea che le autorità di vigilanza dovrebbero assumere in prima persona la responsabilità per le funzioni regolamentari di fatto delegate per lungo tempo alle agenzie, eventualmente attrezzandosi per rendere lo stesso servizio come *public goods*, ossia come infrastrutture indispensabili per garantire un buon funzionamento dei mercati.

Nei paragrafi che seguono saranno illustrati gli sviluppi regolamentari qui accennati.

5. All'inizio degli anni Trenta, nel quadro delle misure adottate dopo il grande crollo del '29, si registra per la prima volta negli USA il rinvio al *rating* per scopi regolamentari. Nel 1931 l'*Office of the Comptroller of the Currency* impose alle banche di valutare ai prezzi correnti di mercato le obbligazioni detenute in portafoglio che avessero un *rating* inferiore all'*investment grade*. Nel 1936, il medesimo ufficio del Dipartimento del Tesoro americano stabilì una misura ancora più incisiva, imponendo alle banche americane limiti all'ac-

---

<sup>53</sup>In un approccio minskiano di crisi finanziaria, le agenzie di *rating*, se non operano con adeguato tempestività – come spesso hanno dimostrato di fare – possono giocare un ruolo primario nel favorire l'accumulo degli squilibri finanziari propri della fase espansiva dell'argomentazione di Minsky, contribuendo, tramite valutazioni che convalidano le aspettative eccessivamente esuberanti che predominano nel sistema economico, all'aumento dell'indebitamento di operatori di tipo *speculative* e Ponzi. Inoltre, se non operano in modo appropriato – procedendo tardivamente a drastici declassamenti, anziché segnalare in anticipo le prospettive economiche – le agenzie possono amplificare le tensioni finanziarie e svolgere un ruolo assai destabilizzante allorché la crisi è scoppiata e si dipana la contrazione alla Minsky. Questa ricostruzione è operata da FERRI e LACITIGNOLA, *Le agenzie di rating*, cit., p. 148 ss.

<sup>54</sup>L'affermazione è di COFFEE JR., *Rating Reforms*, cit., p. 3.

quisto di obbligazioni che non avessero ottenuto la valutazione di *investment grade* da parte di almeno due agenzie di *rating*. Per certi limitati fini di vigilanza prudenziale, dunque, i regolatori del settore bancario conferirono valore regolamentare al *rating*<sup>55</sup>. Tuttavia, nonostante la portata assolutamente innovativa della disposizione<sup>56</sup>, nessun esplicito riferimento era fatto ai criteri in base ai quali selezionare le agenzie i cui *ratings* dovessero essere presi in considerazione; semplicemente, venivano richiamati i *recognized rating manuals*, il che, implicitamente, indicava come *recognized raters* le maggiori agenzie allora esistenti, vale a dire *Moody's, Standard & Poor's* e *Fitch*<sup>57</sup>.

Nei quattro decenni successivi non si registrano novità significative, fino a che, a partire dal 1973, i *ratings* iniziano ad essere incorporati in misura sempre più cospicua in importanti normative afferenti ai settori bancario, assicurativo, pensionistico e dei mercati mobiliari ed immobiliari. In questo quadro, un cambiamento epocale si ebbe con la decisione della SEC di stabilire, con la *Rule 15c3-1*, per i *securities brokers-dealers* (i.e., le imprese di investimento) dei requisiti minimi di capitale (c.d. *net capital rule*) connessi alla qualità dei *bonds* detenuti nei loro portafogli, utilizzando a tal fine il *rating* ad essi attribuito.

Rispetto a quanto avvenuto quarant'anni prima con le banche, vi furono però due rilevanti differenze, tali da produrre una forte discontinuità rispetto al passato e segnare l'avvento di una vera e propria nuova fase nella storia del *rating*<sup>58</sup>.

---

<sup>55</sup>Fino a quel momento, i giudizi delle agenzie non avevano avuto alcun valore legale; il loro successo era stato esclusivamente determinato dal grande sviluppo dei mercati obbligazionari statunitensi, che aveva reso necessaria per gli investitori la disponibilità di valutazioni circa la bontà dei progetti di investimento. Un'esigenza questa, non avvertita in precedenza, quando la maggior parte delle obbligazioni erano "sovrane" o comunque garantite dagli Stati ed era quindi ragionevole assumere la piena solvibilità delle stesse.

<sup>56</sup>Ben descritta da PARTNOY, *The Siskel and Ebert*, cit., p. 688 ss.: "The ruling had explosive effect, and the next few weeks generated flurries of protests from the banking community, and much confusion. Of the approximately 2,000 listed and publicly-traded bond issues, more than 1,000 failed the Comptroller's definition of «investment securities». In one day, the Comptroller had slashed in half the universe of publicly-traded bonds banks could purchase".

<sup>57</sup>La regola del 1936 era così formulata: "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 terms employed herein may be found in recognized rating manuals, and where there is doubt as to the eligibility of a security for purchase, such eligibility must be supported by not less than two rating manuals". Si trattava di una misura che chiaramente faceva del *rating* un parametro capace di influire direttamente sulla capacità di uno strumento finanziario di essere venduto sul mercato. Come rileva WHITE, *The Credit Rating Agencies: Understanding Their Central Role in the Subprime Debacle of 2007-2008*, disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=1434483>, p. 4, "[b]anks were no longer free to act on information about bonds from any source that they deemed reliable (albeit within constraints imposed by oversight by bank regulators). They were instead forced to use the judgments of the publishers of the «recognized rating manuals» (i.e., Moody's, Poor's, Standard, and Fitch). Further, since banks were important participants in the bond markets, perforce other participants would want to pay attention to the bond raters' pronouncements as well. On the regulatory side of this process, rather than the bank regulators' using their own internal resources to form judgments about the safety of the bonds held by banks (which the bank regulators continued to do with respect to the other kinds of loans made by banks), the regulators had effectively delegated [...] to the rating agencies their safety judgments about bonds that were suitable for banks' portfolios. Equivalently, the creditworthiness judgments of these third-party raters had attained the force of law".

<sup>58</sup>PRESTI, *Le agenzie di rating*, cit., p. 70.

Innanzitutto, l'utilizzo dei *ratings* non era più limitato a singoli specifici aspetti, ma tendeva a divenire assai pervasivo, dal momento che dal conseguimento o meno dell'*investment grade* erano fatte dipendere una serie di conseguenze di tutto rilievo riguardo al trattamento normativo degli strumenti finanziari, dei loro emittenti e degli intermediari<sup>59</sup>.

In secondo luogo, la SEC introdusse la categoria delle NRSROs<sup>60</sup>, facendo sì che solamente i *ratings* emessi dalle agenzie riconosciute come tali fossero spendibili ai fini dell'assolvimento delle prescrizioni regolamentari. Secondo parte della letteratura, tale decisione fu una conseguenza quasi necessaria di fronte all'incremento dell'utilizzo del *rating* per scopi regolamentari. Compiuta la scelta di rendere i requisiti di capitale sensibili alla rischiosità degli *assets* e di utilizzare i *ratings* come indicatore del rischio, il precedente criterio che rinviava ai *recognized rating manuals* apparve eccessivamente vago e capace di creare notevoli incertezze. Per la SEC si poneva in maniera seria un "*whose ratings*" *problem*<sup>61</sup>. Il punto è, però, che quando l'autorità amministrativa interviene per regolamentare l'accesso ad un determinato mercato occorre – affinché si possa parlare di discrezionalità tecnica e non di puro arbitrio – che siano preindividuati in maniera certa ed oggettiva i parametri in base ai quali sarà valutata l'idoneità delle imprese che aspirano ad operare nel mercato considerato. La SEC, invece, non solo non formalizzò mai i criteri e le procedure rilevanti ai fini del riconoscimento dello *status* di NRSRO<sup>62</sup> – del quale per un lungo periodo di tempo hanno goduto le sole *Big Three*<sup>63</sup> – ma, anzi, continuò (informalmente) a far affidamento sul criterio del "riconoscimento nazionale" dell'aspirante NRSRO<sup>64</sup>.

---

<sup>59</sup>Un elenco dei riferimenti al *rating* nella regolamentazione statunitense di quegli anni è fornito da PARTNOY, *The Siskel and Ebert*, cit., p. 691 ss.

<sup>60</sup>Acronimo di *Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*.

<sup>61</sup>"[I]f there was no clear designation as to whose ratings could be used for these regulatory purposes, then what would prevent the bogus XYZ Rating Co. from offering to provide AAA ratings to any company willing to pay XYZ's price and then the broker-dealers' being able to claim that XYZ's ratings were «reputable»?". WHITE, *A New Law*, cit., p. 49.

<sup>62</sup>Tale riconoscimento aveva semplicemente luogo tramite l'invio di una *no-action letter* alle agenzie richiedenti, con la quale si comunicava che la *Division of Market Regulation* della SEC non avrebbe intrapreso alcuna azione contro i *broker-dealers* che avessero utilizzato i *ratings* dell'agenzia in questione. Cfr. WHITE, *A New Law*, cit., p. 50.

<sup>63</sup>*Moody's*, *Standard & Poor's* e *Fitch* furono designate come NRSROs nel 1975; *Duff & Phelps* nel 1982; *MCM* nel 1983; nel 1991 *IBCA* e nel 1992 *Thomson BankWatch* limitatamente al settore bancario e finanziario. Nel 1991 *MCM* venne assorbita da *Duff & Phelps*; in seguito *Fitch* acquisì *IBCA* nel 1997 e *Duff & Phelps* e *Thomson BankWatch* nel 2000, così che le NRSROs tornarono ad essere solamente tre. Nel 2003 ottenne il riconoscimento la canadese *Dominion Bond Rating Agency* e nel 2005 *A.M. Best Company, Inc.* Nel 2007 toccò alle nipponiche *Japan Credit Rating Agency, Ltd.* e *Japan Rating & Investment Information, Inc.* Un mercato molto ristretto in cui, fino al 2007, hanno operato solo sei agenzie di cui solamente quattro a vocazione generale. Per un quadro abbastanza aggiornato delle agenzie di *rating* operanti nei diversi mercati nazionali, regionali e globale cfr. FERRI e LACITIGNOLA, *Le agenzie di rating*, cit., p. 33 ss.

<sup>64</sup>V. COFFEE JR., *Rating Reforms*, cit., p. 19, il quale rileva come "[c]uriously, 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». È stata la stessa Commissione ad averlo ammesso: cfr. SEC, *Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets*, gennaio 2003, p.

Il risultato è stato un regime tale per cui, in ragione della evidente tautologia insita nel criterio adottato dalla SEC<sup>65</sup>, la fetta di gran lunga più profittevole del mercato del *rating* veniva di fatto riservato alle agenzie di maggiori dimensioni, tanto da far parlare di un *government-sponsored cartel*<sup>66</sup> che consentiva alle poche imprese ammesse a parteciparvi di godere di una rendita di posizione grazie alle licenze regolamentari che tale sistema le rendeva in grado di vendere sul mercato<sup>67</sup>.

In buona sostanza, la SEC per risolvere il *whose-ratings problem* aveva finito per introdurre un'alta barriera all'entrata e presidiare lo *status quo* che vedeva le grandi agenzie dominare il mercato fin dalle sue origini.

Ma, oltre alla mancata definizione formale dei criteri per l'attribuzione dello *status* di NRSRO, il paradosso era completato dal fatto che a favore delle agenzie partecipanti a questo esclusivo *club* era stata conferita una delega regolamentare in bianco: *“erano le agenzie di rating a decidere, nella più totale e opaca discrezionalità, la nozione di investment grade, a stabilire la metodologia per accertare se una determinata emissione integrasse o no tale nozione, a condurre l'esame concreto delle singole emissioni sulla base delle loro procedure”*<sup>68</sup>, senza che esse fossero soggette ad alcuna disciplina e/o forma di vigilanza.

Questo stato di cose si protrae per tre decenni, fino a quando gli scandali societari legati al collasso di Enron e di WorldCom rendono le NRSROs politicamente vulnerabili<sup>69</sup> e le portano, insieme agli altri *gatekeepers* accusati di aver colluso nella frode, ad essere oggetto di attenzione da parte del legislatore. Tuttavia, alla fine, si ritenne che le agenzie avessero svolto un ruolo marginale rispetto ai revisori contabili e, pertanto, il *Sarbanes-Oxley Act* del 2002, che introdusse misure incisive rispetto a questi ultimi, si limitò ad incaricare la SEC di predisporre un rapporto d'indagine sull'industria del *rating* e sul sistema delle NRSROs. Compito che la Commissione adempie nell'anno successivo<sup>70</sup>,

9.

<sup>65</sup>Si tratta del c.d. *catch 22-dilemma*, così descritto da COFFEE JR., *Gatekeepers*, cit., p. 291: *“they could not get the NRSRO designation until they were «nationally recognized», and they could not become «nationally recognized» until they received the NRSRO designation that gave legal effect to their ratings”*.

<sup>66</sup>Cfr. PUTNAM, *The Ratings Game: Improving Transparency and Competition Among the Credit Rating Agencies*, audizione del 14 settembre 2004 di fronte al Subcommittee on Capital Markets, Insurance and Government Sponsored Enterprises della Camera dei Rappresentanti, p. 3, in cui il Presidente e *Chief Economist* di *LACE Financial* affermò: *“Reporters have asked us if Moody's or Standard & Poor's use unfair competitive practices against our company. The answer is: No, they don't have to. The SEC performs this function for them through their «Net Capital Rules» and through the withholding of NRSRO status”*. Ulteriori interessanti indicazioni in ordine alla percezione dell'operato della SEC da parte degli operatori di settore e della stampa specializzata si rinvencono in PRESTI, *Le agenzie di rating*, cit., p. 73 ss., alle note n. 23 ss.

<sup>67</sup>Osserva lucidamente WHITE, *The Credit Rating Agencies*, cit., p. 5, che *“[w]ithout the NRSRO designation, any would-be bond rater would likely be ignored by most financial institutions; and, since the financial institutions would ignore the would-be bond rater, so would bond issuers”*.

<sup>68</sup>PRESTI, *Le agenzie di rating*, cit., p. 70.

<sup>69</sup>COFFEE JR., *Rating Reforms*, cit., p. 19.

<sup>70</sup>SEC, *Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies*, cit.

per poi adottare una *proposed rule*<sup>71</sup> in merito alla definizione del procedimento di riconoscimento come NRSRO, la quale però non avrà alcun seguito immediato. Sarà solo nel settembre 2006 che il Congresso americano approverà il *Credit Rating Agency Reform Act*<sup>72</sup>, il quale, emendando il *Securities Exchange Act* del 1934, detta per la prima volta una disciplina per l'attività di *rating* del credito e assegna alla SEC poteri di vigilanza e di normazione secondaria che la Commissione esercita nel 2007 dando attuazione alla nuova legge.

La legge americana del 2006<sup>73</sup> si era mossa sostanzialmente in due direzioni: da un lato, interveniva ad introdurre un processo di registrazione per l'ottenimento della qualifica di NRSRO predeterminato nei tempi e fondato su requisiti oggettivi, attribuendo alla SEC la vigilanza sulle agenzie registrate ai sensi di legge<sup>74</sup>; dall'altro, prevedeva regole poste a prevenzione di possibili abusi nell'esercizio dell'attività di *rating*<sup>75</sup>.

---

<sup>71</sup> *Definition of Nationally Recognized Statistical Rating Organization*, 19 aprile 2005 (SEC Release Nos. 33-8570, 34-51572; IC-26834; File No. S7-04-05).

<sup>72</sup> D'ora in avanti: CRARA.

<sup>73</sup> Un'accurata analisi del contenuto del CRARA è fornita da PARMEGGIANI, *La regolazione delle agenzie di rating tra tentativi incompiuti e prospettive future*, in *Giur. comm.*, 2010, I, p. 125 ss.

<sup>74</sup> In particolare, per ottenere lo *status* di NRSRO si rendeva necessario presentare una domanda di registrazione alla SEC, nella quale l'agenzia richiedente era tenuta a fornire una serie di informazioni relative alla sua struttura organizzativa ed alla sua attività. Tali informazioni concernevano: le *performances* dei propri *ratings* nel breve, nel medio e nel lungo periodo; le procedure e metodologie adottate per l'emissione del *rating*; le misure adottate per prevenire l'abuso di informazioni riservate; l'eventuale adozione di un codice etico; i conflitti d'interesse derivanti dalle modalità di svolgimento dell'attività. Queste informazioni erano destinate alla pubblicità, mentre, a fini di vigilanza, alla SEC dovevano essere altresì fornite una lista dei venti maggiori clienti, una lista degli emittenti *rated* ed altre informazioni finanziarie e sui proventi percepiti. Si stabiliva che la registrazione potesse essere negata solamente per mancanza di conformità con i requisiti stabiliti dalla legge ovvero qualora la SEC reputasse l'agenzia richiedente deficitaria di risorse finanziarie e manageriali in grado di garantire l'integrità dell'emissione del *rating* ed il rispetto delle procedure e metodologie dichiarate nella domanda. Le informazioni dovevano essere oggetto di aggiornamento a fronte di cambiamenti rilevanti e, comunque, su base annua. Con la registrazione l'agenzia veniva sottoposta alla vigilanza della SEC nei cui confronti era chiamata ad ottemperare ad ulteriori obblighi di informazione periodica.

<sup>75</sup> La legge attribuiva alla SEC un ampio potere in ordine alle situazioni di conflitto d'interesse tipicamente connesse all'attività delle agenzie. In particolare, la Commissione aveva enucleato una serie di situazioni rispetto alle quali era richiesta la *disclosure* del conflitto e delle misure organizzative adottate per gestirlo, senza tuttavia precludere l'attività di *rating*. Tra queste rientravano le ipotesi di remunerazione da parte degli emittenti degli strumenti finanziari oggetto di valutazione e la prestazione di servizi ulteriori rispetto al *rating*. Era stata inoltre stilata una *black list* che imponeva divieti inderogabili allo svolgimento della valutazione del merito creditizio in presenza di situazioni di conflitto repute di maggiore gravità. Ad es., venivano preclusi l'emissione ed il mantenimento del *rating* nei confronti di un soggetto dal quale nell'ultimo anno fiscale la NRSRO avesse percepito compensi per un importo pari o superiore al 10% del suo reddito netto; nei confronti di un soggetto verso cui analisti o membri del personale dell'agenzia vantassero interessi di vario genere o presso il quale ricoprivano incarichi di natura dirigenziale; nei confronti di soggetti che fossero collegati all'agenzia da rapporti di partecipazione o di gruppo. Ulteriori condotte considerate *unfair, coercive or abusive* venivano specificamente proibite. Tra queste, ad es., l'uso improprio degli *unsolicited ratings*; le minacce di condizionare il rilascio del *rating* o di diminuire quello già emesso all'acquisto da parte dell'emittente di servizi ulteriori; il rifiuto di emissione del *rating* su prodotti di finanza strutturata qualora tutti o parte degli *assets* componenti il *pool* non fossero sottoposti al *rating* da parte della stessa agenzia. Sul piano organizzativo, la NRSRO era tenuta a designare un *compliance officer*, su cui gravava la responsabilità per la conformità dell'attività dell'agenzia alla normativa. A fronte della violazione delle prescrizioni di legge, alla SEC era attribuito potere di sanzionare le agenzie registrate come NRSROs, potere che poteva giungere sino alla revoca della registrazione. La legge, invece, negava espressamente alla SEC il potere "to regulate the substance of credit ratings or the procedures or methodologies by which an NRSRO

L'entrata in vigore della legge, dai più accolta con favore<sup>76</sup>, era prevista per il 2008, anche per dare alla SEC il tempo necessario ad elaborare le *rules* di sua competenza. Ma, ironia della sorte, la SEC si trovò ad adottare le prime misure attuative del CRARA nel giugno del 2007, proprio mentre iniziavano a manifestarsi le prime tensioni della crisi *sub-prime*. Tra il 2008 ed il 2009, pertanto, la SEC – dopo aver pubblicato la relazione annuale richiesta dal CRARA ed aver con essa sottolineato le problematiche emerse nel campo della finanza strutturata<sup>77</sup> – torna ad esercitare i propri poteri regolamentari ed introduce una serie di nuove disposizioni volte ad implementare ulteriormente le disposizioni della legge, secondo tre linee di intervento:

- i) imposizione di ulteriori obblighi di *disclosure* e di pubblicità<sup>78</sup>;
- ii) ampliamento del ventaglio delle condotte vietate in quanto esposte a rischio di conflitti d'interesse<sup>79</sup>;
- iii) introduzione di regole specifiche per il *rating* di prodotti di finanza

---

determines credit ratings". Come rileva COFFEE JR., *Rating Reforms*, cit., p. 20, "[t]his compromise under which the SEC can restrict conflicts of interest, require disclosure, and monitor performance, but not regulate the methodologies or models by which ratings are determined reflected a Congressional view that the SEC lacked the expertise to prescribe models to the CRAs, but could evaluate the consistency of application by each CRA". Un approccio questo, che è stato accolto positivamente in letteratura, dal momento che una regolamentazione diretta delle metodologie di elaborazione del *rating* avrebbe rischiato di ridurne la qualità e di impedire l'innovazione. V. in tal senso DITTRICH, *The Credit Rating Industry: Competition and Regulation*, disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=991821>, p. 141.

<sup>76</sup>Soprattutto per i benefici che si vedevano connessi all'abolizione della barriera all'entrata creata dalla precedente prassi della SEC. Sul punto v., per tutti, MARIS, *The regulation*, cit., p. 11. In effetti, il numero delle NRSROs salì presto a dieci, ma, nonostante ciò, la concentrazione del mercato rimaneva alquanto elevata e non mancò di levarsi qualche voce decisamente critica verso i criteri introdotti dal legislatore americano con il CRARA. In particolare, la legge voleva che in sede di registrazione l'aspirante NRSRO dimostrasse di aver continuamente operato nel mercato del *rating* da almeno tre anni. A tal fine si prescriveva l'allegazione della dichiarazione da parte di almeno dieci investitori istituzionali di essersi serviti dei *ratings* dell'agenzia almeno nei tre anni precedenti la domanda di registrazione. Inoltre, sempre in fase di registrazione, era prevista l'esenzione dalla presentazione di parte della documentazione richiesta dalla nuova legge per le agenzie che avessero già ottenuto, in base al sistema previgente, la *no-action letter* attribuita dello *status* di NRSRO. Ancora una volta, dunque, si registrava il ripiegamento della regolamentazione sul criterio del capitale reputazionale già acquisito dall'aspirante NRSRO ed un conseguente palese trattamento di favore nei confronti delle agenzie già affermatesi sul mercato. In argomento cfr. PARMEGGIANI, *La regolazione*, cit., p. 126, 130, ove ulteriori riferimenti.

<sup>77</sup>SEC, *Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff's Examinations of Select Credit Rating Agencies*, luglio 2008.

<sup>78</sup>In particolare, oltre alle statistiche sulle *performances*, alle agenzie viene imposta la tenuta di registrazioni relative a tutte le azioni intraprese sui propri *ratings* (valutazione iniziale; *upgrades*; *downgrades*; messa in osservazione per *upgrading* o *downgrading*; ecc.) e viene fatto loro obbligo di rendere pubblica la frequenza con cui essi sono sottoposti a revisione, chiamandole a precisare, inoltre, se i modelli utilizzati per la revisione differiscono o no da quelli utilizzati per la valutazione iniziale e, in caso di variazioni apportate ai modelli utilizzati, se sia stata operata un'applicazione retroattiva delle nuove metodologie di valutazione sui *ratings* già emessi. L'obiettivo perseguito con tali prescrizioni è, soprattutto, quello di facilitare la comparazione tra i *ratings* emessi dalle diverse agenzie concorrenti per consentire al mercato di disporre di un parametro per valutare l'affidabilità di ciascuna di esse.

<sup>79</sup>In tema di conflitti d'interesse la misura di gran lunga più significativa è l'introduzione del divieto di emettere *rating* su un soggetto a favore del quale l'agenzia abbia già prestato consulenza in materia legale, finanziaria, di organizzazione degli *assets* o sulla struttura di *governance*. Viene altresì vietata la partecipazione alla negoziazione dei compensi dovuti dall'emittente a chiunque abbia prestato la propria opera in sede di emissione o di approvazione del *rating*. L'indagine della SEC, in effetti, aveva rilevato come fosse piuttosto comune che il *senior analyst* discutesse con l'emittente delle commissioni sul *rating* insieme alla metodologia da utilizzare nella sua determinazione.



strutturata<sup>80</sup>.

Nel quadro di questi interventi, la SEC ha inoltre avanzato la proposta di intraprendere una massiccia opera di revisione dell'uso regolamentare del *rating*, avviando uno studio per l'individuazione delle aree della regolamentazione in cui procedere all'eliminazione del *rating* quale strumento di *compliance* con le varie normative di carattere prudenziale<sup>81</sup>.

Quest'ultima linea di intervento è stata in seguito fatta propria dal Congresso statunitense con l'approvazione del *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, la legge di riforma della finanza americana fortemente voluta dall'amministrazione Obama ed approvata il 21 luglio 2010, il cui Subtitle C del Title IX (*Improvements to the Regulations of Credit Rating Agencies*<sup>82</sup>) detta una copiosa serie di nuove regole in materia di *rating*.

Un primo obiettivo perseguito dalla nuova legge è quello di rafforzare la vigilanza sulle agenzie. A tal fine viene disposta la costituzione, in seno alla SEC, di un nuovo ufficio, l'*Office of Credit Ratings*, cui è demandato il precipuo compito di controllare il rispetto della regolamentazione SEC da parte delle NRSROs ed, in particolare, di svolgere una verifica (almeno) annuale su ogni singola agenzia registrata<sup>83</sup>.

---

<sup>80</sup>Viene introdotto l'obbligo di comunicare alla SEC, in sede di presentazione della domanda di registrazione, gli accorgimenti tecnici peculiari e le deviazioni dai modelli normalmente in uso eventualmente adottati nella valutazione dei prodotti strutturati e di fornire, di volta in volta, documentate giustificazioni in ordine ai *ratings* che differiscano in maniera significativa dalle valutazioni che sarebbero derivate dalla normale applicazione dei modelli quantitativi utilizzati dall'agenzia. Al fine di segnalare al mercato il particolare carattere dello strumento valutato, si impone, inoltre, l'obbligo di impiegare una diversa simbologia. Particolarmente degna di nota è, infine, l'introduzione di una "*equal-access*" *obligation* che impone alla NRSRO incaricata di emettere un *rating* su prodotti di finanza strutturata di rendere disponibili ad altre NRSROs che ne facciano richiesta (ma non al pubblico) tutte le informazioni ricevute dall'emittente o dall'*arranger*, in modo da permettere alle agenzie concorrenti di emettere propri *unsolicited ratings*. Questa disposizione è stata accolta con particolare plauso da parte della letteratura, e così ne spiega l'origine COFFEE JR., *Rating Reforms*, cit., p. 49: "*It is a response to the complaints raised by the few «subscriber pays» rating agencies that issuers will not give them access to the material facts about their deals. From the issuer's perspective, it does not need to hire every available credit rating agency, and many issuers may regard the few existing «subscriber pays» rating agencies as unwelcome nuisances because they arguably have an incentive to distinguish themselves by giving lower ratings than the Big Three. As a result, issuers had generally declined to release confidential data to them, and, particularly in the field of structured finance, this chilled competition*". Sul punto v. anche quanto già detto *supra*, nota n. 34.

<sup>81</sup>Per riferimenti sul punto cfr. PRESTI, *Le agenzie di rating*, cit., p. 98, ivi alla nota n. 121; e PARMEGGIANI, *La regolazione*, cit., p. 133, nota n. 24 e testo corrispondente.

<sup>82</sup>La gran parte delle disposizioni della nuova legge (*sec.* 931 ss.) apportano modifiche alla *sec.* 15E del *Securities Exchange Act* del 1934. Sul sito internet della SEC è possibile consultare il calendario della sua attività di *rule making* per l'attuazione delle previsioni del *Dodd-Frank Act*, da portarsi a termine entro il 21 luglio 2011.

<sup>83</sup>I risultati di ispezioni e verifiche condotti dall'Ufficio debbono essere riferiti alla SEC, la quale, a sua volta, ha l'obbligo di renderne pubblici i contenuti essenziali, unitamente alle misure adottate dalla NRSRO per ovviare ad eventuali irregolarità riscontrate nella sua organizzazione interna o nello svolgimento dell'attività. Cfr. *sec.* 932(a)(8). Merita sottolineare come, invece, non siano state apportate modifiche di rilievo alla disciplina in tema di requisiti e procedura di registrazione. In particolare, rimangono in vigore sia il regime parzialmente semplificato per le agenzie che abbiano già ottenuto lo *status* di NRSRO tramite *no-action letter* secondo la prassi *ante* CRARA del 2006, sia la necessità di disporre della referenza di almeno 10 investitori istituzionali (v. *sec.* 15E(a) del *Securities Exchange Act*). È confermato, infine, l'orientamento volto ad escludere qualsiasi forma di regolamentazione diretta da parte delle autorità di controllo delle procedure e metodologie utilizzate dalle agenzie per l'emissione del *rating*.

Vengono, inoltre, estesi e specificati i poteri di sanzione in mano alla SEC, la quale, oltre al già esistente potere di censurare, limitare, sospendere l'attività delle NRSROs e – nei casi più gravi – di revocarne la registrazione, può ora adottare provvedimenti sanzionatori di analogo contenuto anche nei confronti di singoli componenti del personale o della dirigenza che siano venuti meno ai doveri (specie di supervisione) di cui sono resi destinatari<sup>84</sup>. Degna di nota è poi la previsione che accorda alla SEC il potere di sospendere o revocare la registrazione anche rispetto ad una particolare classe o sottoclasse di strumenti finanziari, laddove accerti che la NRSRO non dispone delle risorse finanziarie e manageriali necessarie ad assicurare l'integrità e l'adeguatezza del processo di emissione del *rating* rispetto alla classe o sottoclasse considerata<sup>85</sup>.

Al fine di accrescere la qualità del *rating* e rendere maggiormente valutabile l'operato delle agenzie, vengono prescritte tutta una serie di informazioni che debbono accompagnare la pubblicazione iniziale di ogni *rating*<sup>86</sup>. Alcuni di questi obblighi di trasparenza assumono particolare rilevanza, in quanto tentano di ovviare alle più evidenti criticità manifestatesi con la crisi della finanza strutturata. E così, nel rendere noti quelli che sono i presupposti sulla cui base vengono applicate le procedure e le metodologie utilizzate nella determinazione del *rating* e i dati fattuali di cui si è tenuto conto nella loro applicazione, le agenzie sono chiamate ad evidenziare le assunzioni riguardanti i profili di correlazione dei rischi di *default* tra gli *assets* sottostanti i prodotti di finanza strutturata valutati<sup>87</sup> ed a precisare i limiti di affidabilità del giudizio incorporato nel *rating*, dovendo dichiarare se, ed in che misura, elementi fattuali essenziali per la sua determinazione siano stati eventualmente ricavati da informazioni non pienamente attendibili e/o accurate, compresa l'eventuale limitatezza delle serie storiche disponibili<sup>88</sup>. Inoltre, al fine di assicurare che il mercato sviluppi una corretta percezione del valore informativo del *rating*, le agenzie debbono altresì indicare le tipologie di rischio di cui la loro valutazione non tiene conto, ivi compresi il rischio di mercato ed il rischio di liquidità<sup>89</sup>.

<sup>84</sup>Sec. 932(a)(3). Sul punto cfr. MURDOCK, *The Financial Reform Act: Will It Succeed in Reversing The Causes of The Subprime Crisis and Prevent Future Crises?*, disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=1664684>, p. 53.

<sup>85</sup>Sec. 932(a)(3). Come già rilevava la relazione del 2008 della SEC (cit. *supra*, nota n. 77), le risorse umane destinate nel periodo 2003-2007 alla revisione dei *ratings* emessi su ABS e CDOs apparivano altamente inadeguate ed insufficienti di fronte alla costante e considerevole crescita delle emissioni di queste classi di prodotti. La nuova previsione di legge dovrebbe spingere le agenzie ad ovviare a questo stato di cose, ponendole di fronte al rischio di perdere la capacità ad operare nel settore di *business* nel quale non vengano impegnate adeguate risorse interne. In realtà, questa possibilità era da ritenersi implicita nel già esistente potere di revocare la registrazione in ogni caso di accertata inadeguatezza delle risorse finanziarie e manageriali dell'agenzia. A ben vedere, dunque, la novità consiste nell'introduzione di un principio di proporzionalità della sanzione, per cui la revoca della registrazione avrà carattere parziale ove l'inadeguatezza riguardi solamente un certo settore di attività della NRSRO.

<sup>86</sup>Cfr. le *subsec.* (q), (r) ed (s) introdotte nella *sec.* 15E del *Securities Exchange Act* dalla *sec.* 932(a)(8) del *Dodd-Frank Act*.

<sup>87</sup>V. *supra* nota n. 45 e testo corrispondente.

<sup>88</sup>V. *supra* nota n. 46 e testo corrispondente.

<sup>89</sup>V. *supra* nota n. 47 e testo corrispondente.

Particolarmente meritevole di attenzione è anche la previsione che impone alle agenzie di accompagnare la pubblicazione di ciascun *rating* con una sorta di *stress test* sullo stesso. È richiesto, infatti, che siano fornite delucidazioni in ordine alla potenziale volatilità del *rating*, con indicazione di ogni fattore che potrebbe produrre una variazione dello stesso, nonché dell'intensità delle variazioni da attendersi in relazione a diverse condizioni di mercato<sup>90</sup>.

Novità si registrano anche per quanto riguarda la materia dei conflitti d'interesse, rispetto alla quale vengono considerate dal legislatore ipotesi trascurate nella previgente regolamentazione, come, ad es., le situazioni di conflitto che possono nascere nelle ipotesi di passaggio di membri del personale delle agenzie sotto la dipendenza degli emittenti valutati o viceversa<sup>91</sup>.

Ancor più incisivi sono gli ulteriori oneri che la legge impone riguardo alla *governance* delle agenzie. Innanzitutto, è imposta la costituzione di una struttura di controllo interno cui deve essere attribuito il compito di curare “the implementation of and adherence to policies, procedures, and methodologies for determining credit ratings”, conformemente alle regole che la SEC può adottare al riguardo<sup>92</sup>. Vengono, in secondo luogo, meglio specificati i poteri-doveri del *compliance officer* che ogni NRSRO deve designare ai sensi della *subsec. 15E(j)* del *Securities Exchange Act*, introdotta dal CRARA del 2006<sup>93</sup>. In particolare, su questo soggetto, la cui remunerazione non può essere collegata ai risultati economici dell'agenzia<sup>94</sup>, grava il compito di predisporre annualmente una accurata e completa relazione sulla conformità dell'attività della NRSRO tanto alle normative di legge quanto alle procedure interne, segnalando, tra le altre cose, eventuali cambiamenti rilevanti apportati al codice etico ed alle *policies* di gestione dei conflitti d'interesse applicati dall'agenzia<sup>95</sup>. Infine, è prescritto che almeno la metà (ed, in ogni caso, non meno di due) dei componenti del CdA siano membri indipendenti, il cui mandato (non rinnovabile) deve avere una durata prestabilita non superiore a cinque anni<sup>96</sup>.

<sup>90</sup>Deve essere inoltre precisata la “sensitivity of the rating to assumptions made by the [NRSRO], including (I) 5 assumptions made in the ratings process that, without accounting for any other factor, would have the greatest impact on a rating if the assumptions were proven false or inaccurate; and (II) an analysis, using specific examples, of how each of the 5 assumptions identified under subclause (I) impacts a rating”.

<sup>91</sup>V. *sec. 932(a)(4)*. La stessa disposizione, inoltre, sempre per ciò che concerne la gestione dei conflitti d'interesse, incarica la SEC di emanare regole “to prevent the sales and marketing consideration of a [NRSRO] from influencing the production of ratings”; regola la cui violazione può condurre anche alla revoca dello *status* di NRSRO.

<sup>92</sup>Cfr. *sec. 932(a)(2)*, la quale richiede che venga altresì inoltrata alla SEC una relazione annuale contenente una descrizione delle responsabilità dei membri del *management* in ordine all'esercizio della suindicata funzione di controllo ed una valutazione circa la relativa efficacia.

<sup>93</sup>V. *supra* nota n. 75.

<sup>94</sup>La legge aggiunge che, oltre a tale specifico divieto, la remunerazione del *compliance officer* deve comunque essere strutturata in modo tale da garantire l'indipendenza del suo giudizio. Al medesimo scopo, sotto il profilo operativo, è stabilito che il *compliance officer* “may not [...] (i) perform credit ratings; (ii) participate in the development of ratings methodologies or models; (iii) perform marketing or sales functions; or (iv) participate in establishing compensation levels, other than for employees working for that individual”.

<sup>95</sup>La relazione del *compliance officer* dev'essere presentata al *board*, il quale, a sua volta, dovrà inoltrarla alla SEC. Tutte le disposizioni citate sono contenute nella *sec. 932(a)(5)* del *Dodd-Frank Act*.

<sup>96</sup>*Sec. 932(a)(8)*. Ai fini della sussistenza del requisito di indipendenza è stabilito che “a member of the

Uno dei profili maggiormente innovativi nelle disposizioni della nuova legge è l'evidente tentativo di affermare la responsabilità civile delle agenzie di *rating*. Che ciò sia una delle principali intenzioni della legge lo si capisce subito, sin dalle considerazioni introduttive con cui la disciplina si apre<sup>97</sup>. Il legislatore americano, dopo aver premesso che “[b]ecause of the systemic importance of credit ratings and the reliance placed on credit ratings by individual and institutional investors and financial regulators, the activities and performances of credit rating agencies [...] are matters of national public interest [...]”, rileva che le agenzie di *rating* svolgono “a critical «gatekeeper» role in the debt market that is functionally similar to that of securities analysts, who evaluate the quality of securities in the equity market, and auditors, who review the financial statements of firms”<sup>98</sup>. Si sottolinea, inoltre, come, dal momento che le agenzie “perform evaluative and analytical services on behalf of clients, much as other financial «gatekeepers» do”, le attività da loro svolte siano “*fundamentally commercial in character*” e debbano essere perciò soggette “to the same standards of liability and oversight as apply to auditors, securities analysts, and investment bankers”<sup>99</sup>. Tuttavia, il legislatore statunitense, anziché limitarsi a sancire *sic et simpliciter* la responsabilità delle agenzie, ha colto l'occasione per introdurre incentivi a ripristinare, da parte loro, l'impiego di servizi di *due diligence*<sup>100</sup> al fine della verifica dei dati fattuali su cui poggiano le metodologie impiegate per la valutazione del rischio di credito, stabilendo che, per andare esente da responsabilità, l'agenzia debba aver condotto essa stessa oppure aver incaricato un soggetto terzo ed indipendente dello svolgimento di una “reasonable investigation”<sup>101</sup>.

---

board of directors of a [NRSRO] (i) may not, other than in his or her capacity as a member of the board of directors or any committee thereof: (I) accept any consulting, advisory, or other compensatory fee from the [NRSRO]; or (II) be a person associated with the [NRSRO] or with any affiliated company thereof; and (ii) shall be disqualified from any deliberation involving a specific rating in which the independent board member has a financial interest in the outcome of the rating”. La legge vuole, inoltre, che “[a] portion of the independent directors shall include users of ratings from a [NRSRO]”. Anche per la remunerazione dei componenti indipendenti del *board* è sancito il divieto di collegarne l'entità ai risultati economici dell'agenzia e l'obbligo di strutturarla in modo tale da assicurare l'indipendenza del loro giudizio.

<sup>97</sup> *Sec.* 931.

<sup>98</sup> Valutazioni come questa erano state già prese in considerazione ed analizzate in letteratura. V., ad es., DITTRICH, *The Credit Rating Industry*, cit., p. 142 ss., ove viene svolta un'analisi economica comparata delle diverse attività svolte da agenzie di *rating*, analisti finanziari ed *auditors* al fine di una riflessione sui diversi regimi giuridici cui ciascuno di questi soggetti risultava sottoposto.

<sup>99</sup> Enfasi aggiunta. Queste affermazioni (l'ultima in particolar modo) paiono evidentemente indirizzate a scardinare il tradizionale argomento difensivo delle agenzie, secondo cui i *ratings* sarebbero *opinions* assimilabili alle notizie diffuse dalla stampa e, pertanto, protette dalla libertà di opinione e di stampa garantite dal Primo Emendamento della Costituzione americana. Cfr. MURDOCK, *The Financial Reform Act*, cit., p. 51. Tuttavia, nel settembre 2009 si è prodotto un precedente giurisprudenziale in cui la suddetta tutela costituzionale è stata ritenuta non estensibile ai giudizi forniti dalle agenzie (*Abu Dhabi Commercial Bank vs. Morgan Stanley & Co., Inc.*, 651 F. Supp. 2d 155 [S.D.N.Y. 2009]); la conseguente incertezza che ne è derivata nel *case law* induce alcuni a ritenere che, nonostante le previsioni del *Dodd-Frank Act*, la questione richiederà un intervento della Corte Suprema per essere definitivamente chiarita. In questo senso v. COFFEE JR., *Rating Reforms*, cit., p. 27.

<sup>100</sup> V. *supra* nota n. 49 e testo corrispondente.

<sup>101</sup> La *sec.* 933(b)(1) così dispone: “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

Sempre in tema di responsabilità, il *Dodd-Frank Act*<sup>102</sup> ha inoltre abrogato la *SEC Rule 436(g)*, la quale permetteva alle agenzie di *rating* di non essere considerate quali “esperti” ai sensi della disciplina delle offerte al pubblico di strumenti finanziari e, per questa via, di sottrarsi alla responsabilità sancita dalla *sec. 11 del Securities Act* del 1933 per le dichiarazioni inesatte inserite nei prospetti d’offerta. Oggi questa esenzione è venuta meno, perciò, se il *rating* è inserito nella *registration statement*, l’agenzia che vi ha acconsentito risponde come “esperto” ai sensi della legge del 1933<sup>103</sup>.

Un ultimo aspetto molto rilevante nella legge americana è, come già si è accennato, quello relativo alla riduzione dell’impiego del *rating* nella regolamentazione. A tal fine è stata disposta l’eliminazione delle disposizioni di numerose leggi federali e la revisione delle normative di rango regolamentare che richiedono l’ottenimento di *ratings* di livello *investment* da parte di una o più NRSROs, attribuendo alle autorità federali il compito di adottare propri *standards* di *credit-worthiness* nei rispettivi settori di competenza<sup>104</sup>. Si tratta di una scelta che apre prospettive inedite: l’espunzione dell’obbligatorietà del

---

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 (i) to conduct a reasonable investigation of the rated security with respect to the factual elements relied upon by its own methodology for evaluating credit risk; or (ii) to obtain reasonable verification of such factual elements (which verification may be based on a sampling technique that does not amount to an audit) from other sources that the credit rating agency considered to be competent and that were independent of the issuer and underwriter”. Come spiega COFFEE JR., *Rating Reforms*, cit., p. 27, 47, tale previsione “[e]ssentially [...] coupled a fraud-based standard with a safe harbor that becomes applicable when the CRA conducts or obtains factual verification of the key elements in its ratings model. [It] in effect says that the rating agency must either conduct its own «reasonable investigation» or rely on an «independent» due diligence firm. If the rating agency does not, then particularized factual pleadings of this failure will enable the plaintiff to survive the defendant’s motion to dismiss”. Quando, ai fini dell’emissione di *ratings* relativi a prodotti di finanza strutturata, una NRSRO decida di affidare a terzi lo svolgimento della *due diligence*, la legge (*sec. 932(a)(8)*) prescrive, inoltre, che il soggetto incaricato debba rilasciare all’agenzia una dichiarazione scritta attestante lo svolgimento di una verifica completa ed accurata dei dati, della documentazione e delle informazioni rilevanti. La SEC è chiamata ad adottare specifiche *rules* per dar attuazione a tale previsione, dovendo altresì imporre obblighi di pubblicità volti a consentire al mercato di poter valutare l’adeguatezza della *due diligence* svolta dal terzo incaricato. In ogni caso (dunque, non solo quando si tratti di prodotti di finanza strutturata), alle agenzie è fatto obbligo di dichiarare, in sede di pubblicazione di ogni *rating*, unitamente alle informazioni di cui già si è detto, “whether and to what extent third party due diligence services have been used by the [NRSRO], a description of the information that such third party reviewed in conducting due diligence services, and a description of the findings or conclusions of such third party”.

<sup>102</sup> *Sec. 939G*.

<sup>103</sup> In risposta a questo cambiamento, le agenzie hanno da subito rifiutato l’inserimento del *rating* nelle *registration statements* e ciò ha creato notevoli problemi per le emissioni di strumenti derivati, rispetto alle quali la regolamentazione SEC rende obbligatoria l’indicazione del *rating*. La Commissione è pertanto dovuta intervenire, stabilendo la sospensione per sei mesi dell’obbligo di *disclosure* del *rating* nelle *registration statements*, al fine di studiare nel frattempo una soluzione definitiva. Cfr. SEC, *Statement Regarding the Registered Asset-Backed Securities Market*, 22 luglio 2010.

<sup>104</sup> V. *secc. 939 e 939A*. La legge si limita ad affermare che, nell’assolvere tale compito, le varie autorità dovranno cercare di stabilire, per quanto possibile, “uniform standards of credit-worthiness [...], taking into account the entities regulated [...] and the purposes for which such entities would rely on such standards of credit-worthiness”. Il processo di definizione dei nuovi parametri di valutazione del merito creditizio dovrà essere completato nel termine di un anno dall’entrata in vigore della legge, mentre il loro impiego diverrà effettivo dopo un ulteriore periodo di un anno. Fortemente scettico sulla capacità dei diversi *regulators* di formulare parametri in grado di sostituire adeguatamente l’utilizzo del *rating* per scopi di vigilanza prudenziale su intermediari ed istituzioni finanziarie, COFFEE JR., *Rating Reforms*, cit., p. 3 ss.

*rating* da gran parte della regolamentazione significa, infatti, procedere ad una profonda riconsiderazione del ruolo di *gatekeepers* tradizionalmente riconosciuto alle agenzie, con conseguente onere per le autorità ufficiali di riassumere la responsabilità diretta di quelle funzioni di controllo preventivo dei rischi per molto tempo “esternalizzate” a favore delle agenzie stesse, le quali perdono la capacità di vendere licenze regolamentari e, con essa, la più consistente fonte loro profitti.

6. Dopo lo scandalo Enron, l’argomento agenzie di *rating* giunge anche sui tavoli della politica e delle istituzioni europee.

Nell’aprile 2002 fu l’Ecofin informale di Oviedo a sollecitare la Commissione a prendere in considerazione il tema, mentre, all’inizio del 2004, dopo il dissesto Parmalat, un’analogia istanza provenne da una risoluzione in cui il Parlamento europeo esprimeva una serie di preoccupazioni relative all’operato delle agenzie, chiedendo, inoltre, l’istituzione di un’apposita autorità europea per la vigilanza su di esse<sup>105</sup>. La Commissione richiese il parere tecnico del CESR<sup>106</sup>, il quale, in risposta, pubblicò un rapporto<sup>107</sup> nel quale si riteneva insussistente la necessità di intervenire sul piano regolamentare e si optava, invece, per un approccio volto ad attendere ed osservare i risultati dell’applicazione (su base volontaria) del Codice IOSCO<sup>108</sup> da parte delle agenzie (c.d. *wait and see approach*). La Commissione fece proprio l’orientamento espresso dal CESR e, con una comunicazione ufficiale<sup>109</sup>, concluse che l’utilità di una nuova iniziativa legislativa nel settore del *rating* fosse ancora da dimostrare<sup>110</sup>.

Ma, quando il castello di carte della finanza strutturata crolla e i mercati vengono sconvolti dalla crisi, la Commissione si fa portatrice dell’idea che

<sup>105</sup>Cfr. EUROPEAN PARLIAMENT, *Role and methods of rating agencies*, 2003/2081(INI).

<sup>106</sup>Cfr. EUROPEAN COMMISSION, *Call to CESR for technical advice on possible measures concerning credit rating agencies*, 27 luglio 2004.

<sup>107</sup>CESR, *Technical advice to the European Commission on possible measures concerning credit rating agencies*, 30 marzo 2005.

<sup>108</sup>Si tratta del *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*, adottato nel dicembre 2004 dalla *International Organization of Securities Commissions*, contenente una serie di principi (una sorta di linee guida) cui dovrebbero ispirarsi le agenzie di *rating* nella predisposizione dei propri codici di condotta al fine di assicurare la qualità e l’integrità del *rating* e porre la loro attività al riparo da conflitti d’interesse. Il Codice è stato successivamente modificato nel maggio 2008. Per un’ampia analisi dei suoi contenuti v. FERRI e LACITIGNOLA, *Le agenzie di rating*, cit., p. 176 ss.

<sup>109</sup>EUROPEAN COMMISSION, *Communication from the Commission on Credit Rating Agencies*, 2006/C 59/02.

<sup>110</sup>In particolare, in quell’occasione la Commissione ritenne che le direttive 2003/6/CE in materia di abusi di mercato, 2004/39/CE in materia di servizi finanziari e 2006/48/CE sui requisiti patrimoniali delle banche (volta a recepire l’accordo “Basilea 2”: v. *infra*, § 7), unitamente all’autoregolamentazione sulla base del Codice IOSCO, costituissero un quadro di riferimento sufficiente a dar risposta alle principali aree di criticità individuate nell’operato delle agenzie di *rating*. Con la stessa comunicazione venne, inoltre, affidato al CESR il compito di monitorare la corretta applicazione del Codice IOSCO e di riferirne annualmente i risultati alla Commissione. Come sottolinea PRESTI, *Le agenzie di rating*, cit., p. 81, l’atteggiamento attendista della Commissione non fu determinato, invero, solo dalla volontà di verificare la bontà dei risultati che la *compliance* con il Codice IOSCO avrebbe potuto produrre, ma anche dalla intenzione di attendere lo sviluppo della situazione statunitense (che, come si è visto, sarebbe poi sfociata nell’adozione del CRARA) per sciogliere ogni dubbio sul da farsi.

l'autoregolamentazione non sia più sufficiente e si impegna a mettere in atto il complesso *iter* delle procedure comunitarie al fine di colmare quello che adesso appare un pericoloso vuoto normativo<sup>111</sup>. Il risultato di questo mutato stato di cose è stata l'approvazione del Regolamento CE n. 1060 del Parlamento europeo e del Consiglio del 16 Settembre 2009<sup>112</sup>, che si propone l'obiettivo di "migliorare l'integrità, la trasparenza, la responsabilità, la buona governance e l'affidabilità delle attività di rating del credito [...] contribuendo così al buon funzionamento del mercato interno e realizzando nel contempo un grado elevato di protezione degli investitori"<sup>113</sup>.

Il Regolamento limita il suo ambito di applicazione ai *ratings* emessi dalle agenzie registrate nella Comunità e che sono comunicati al pubblico o distribuiti previo abbonamento, restandone invece esclusi i *ratings* privati prodotti a seguito di un singolo ordine e forniti esclusivamente alla persona che li ha commissionati, sempre che non siano comunque destinati alla divulgazione o alla distribuzione previo abbonamento<sup>114</sup>.

---

<sup>111</sup>Al contrario di quanto avvenuto in passato, la Commissione si è discostata dai pareri espressi dal CESR (*Second Report to the European Commission on the compliance of credit rating agencies with the Iosco Code and The Role of credit rating agencies in structured finance*, 19 maggio 2008) e dall'ESME (*The Role of Credit Rating Agencies*, 4 giugno 2008), che sembravano ancora nutrire dubbi sull'opportunità di un intervento regolamentare, sostenendo, il primo, che "there is no evidence that regulation of the credit rating industry would have had an effect on the issues which emerged with ratings of US subprime backed securities", e paventando il rischio, il secondo, che "the incremental benefits of regulation would not exceed the costs".

<sup>112</sup>Per ulteriori indicazioni sulle tappe che hanno scandito l'*iter* di approvazione del citato regolamento, v. PRESTI, *Le agenzie di rating*, cit., p. 99 ss; AMTENBRINK e DE HAAN, *Regulating Credit Ratings in the European Union: A Critical First Assessment of Regulation 1060/2009 on Credit Rating Agencies*, in *Common Market Law Rev.*, 2009, 46, p. 1918 ss.

<sup>113</sup>Art. 1. Dev'essere subito rilevato che, attualmente, i sistemi di regole prodotti al di qua ed al di là dell'Atlantico in tema di *rating* appaiono (in larga parte) sostanzialmente conformi tra essi, sia perché nella proposta della Commissione europea – poi sfociata nell'adozione del Reg. n. 1060/2009 – era espressamente dichiarata la volontà di creare un quadro di regolamentazione comparabile a quello statunitense e basato sugli stessi principi (che, in quel momento, erano quelli del CRARA del 2006 e delle SEC *rules* di attuazione di quella legge), sia perché le ulteriori regole introdotte dal *Dodd-Frank Act* del luglio 2010, a loro volta, paiono ispirarsi alle previsioni contenute nel regolamento europeo in relazione ad alcuni aspetti (ad es., *corporate governance*) che la legislazione americana precedente non considerava. Non mancano, tuttavia, aspetti di diversità anche rilevanti, così come diverse appaiono le possibili future evoluzioni della normativa nei due contesti. Lo si vedrà di volta in volta, illustrando il contenuto del regolamento comunitario. Nell'operare il confronto deve, tuttavia, tenersi a mente che, sebbene alcune disposizioni del Regolamento possano apparire più puntuali e tassative delle corrispondenti previsioni della legge americana, attualmente, tale confronto non può che essere parziale, dovendosi attendere l'esercizio degli ampi poteri di normazione secondaria che il *Dodd-Frank Act* attribuisce alla SEC.

<sup>114</sup>Art. 2. La nuova disciplina non si applica neppure ai *credit scores* (punteggio sull'affidabilità creditizia); ai sistemi di *credit scoring* e ad altre valutazioni analoghe inerenti ad obblighi derivanti dalle relazioni con i consumatori e i rapporti commerciali o industriali; ai *ratings* prodotti dalle agenzie per il credito all'esportazione. Infine, fuoriescono dall'ambito d'applicazione del Regolamento anche i *ratings* prodotti dalle banche centrali a condizione che non siano pagati dall'entità valutata, non siano comunicati al pubblico e non riguardino strumenti finanziari emessi dalle banche centrali dei rispettivi Stati membri. Tuttavia, pur ricorrendo queste condizioni, l'esenzione dall'osservanza della disciplina comunitaria non è automatica. Infatti, il par. 4 dell'art. 2 attribuisce alla Commissione, a seguito della richiesta da parte di uno Stato membro, il compito di verificare, di volta in volta, se i *ratings* rispetto ai quali si chiede l'esenzione siano comunque emessi nel rispetto di principi e norme in grado di garantirne l'integrità e l'indipendenza secondo quanto stabilito dal Regolamento. Come rilevano AMTENBRINK e DE HAAN, *Regulating Credit Ratings*, cit., p. 1928, "rather than applying the registration regime foreseen in the Regulation, the latter assigns this task effectively to the Commission, which [...] can decide to apply the exemption. The Commission is

Al fine di garantire un elevato livello di fiducia degli investitori<sup>115</sup>, le agenzie che emettono *rating* del credito nella Comunità sono ora soggette ad un obbligo di registrazione<sup>116</sup>. Tuttavia, quello relativo al quadro di vigilanza esterna sulle agenzie ha rappresentato uno dei profili più difficili da affrontare nel corso dei negoziati tra il Consiglio ed il Parlamento. Ne è venuta fuori una soluzione di evidente compromesso basata su di un sistema di registrazione e di vigilanza che offre a tutte le autorità statali competenti interessate la possibilità prendervi parte tramite la predisposizione di appositi collegi, ma che crea un regime oltremodo macchinoso e complesso, ideato – in buona sostanza – in modo tale da far sì che, in relazione ad ogni singola domanda presentata, le varie autorità nazionali tendano a raggiungere un accordo, rispetto al quale al CESR è riservato un ruolo meramente consultivo<sup>117</sup>. Tale stato di cose rappresenta un limite evidente della nuova disciplina, sollevando più di un dubbio in ordine alla sua capacità di assicurare un regime di controlli apprezzabile quanto ad efficacia ed efficienza<sup>118</sup>.

L'aspetto da rimarcare con favore, invece, consiste nel fatto che il Regolamento, ai fini della registrazione, si limita a disporre l'accertamento di profili

---

*thus effectively assigned a supervisory task, albeit in a limited area*". Per una prima applicazione di questa procedura v. la Decisione del 18 giugno 2010, C(2010) 3853, con cui la Commissione ha esentato la Banque de France dall'applicazione del Regolamento.

<sup>115</sup>Cfr. considerando 43.

<sup>116</sup>Art. 14 par. 1.

<sup>117</sup>La procedura di registrazione è la seguente. La domanda deve essere presentata al CESR, il quale deve trasmetterla all'autorità competente dello Stato in cui l'agenzia richiedente ha la propria sede legale ed inoltrarne copia alle autorità competenti di ciascuno stato membro. Dopodiché deve procedersi all'istituzione di un collegio composto dall'autorità competente dello Stato membro d'origine e dalle autorità competenti di tutti gli altri Stati membri. Queste ultime autorità hanno diritto di prender parte al collegio qualora una filiale dell'agenzia richiedente sia soggetta alla loro giurisdizione oppure se l'utilizzo a fini regolamentari del *rating* emesso dalla richiedente sia alquanto diffuso o abbia o possa presumibilmente avere un'incidenza significativa entro la sua giurisdizione. I membri del collegio debbono nominare un facilitatore, il cui compito principale è quello di presiedere il collegio, coordinarne l'azione e garantire lo scambio di informazioni tra i suoi membri. Innanzitutto, il collegio deve verificare la completezza della domanda. Ove la domanda sia reputata incompleta, l'autorità competente dello Stato membro d'origine deve assegnare un termine per la sua integrazione. Il Regolamento stabilisce che, una volta accertata la completezza della domanda, i membri del collegio procedano ad esaminarla, dovendo fare "quanto ragionevolmente in loro potere per raggiungere un accordo sulla concessione o sul rifiuto della registrazione", senza tuttavia stabilire alcuna procedura formale (ad. es., di voto) ai fini del raggiungimento di detto "accordo", che, proprio perché definito tale, pare comunque richiedere l'unanimità dei consensi in seno al collegio. Ove l'accordo sia raggiunto, l'autorità competente dello Stato membro d'origine prepara una bozza di decisione pienamente motivata. In mancanza d'accordo, invece, l'autorità competente dello Stato membro d'origine deve preparare una bozza di decisione di rifiuto motivata sulla base dei pareri scritti forniti dai membri del collegio che si oppongono alla registrazione. La bozza di decisione deve essere inoltrata al CESR, che ha il compito di fornire un parere in merito all'osservanza, da parte dell'agenzia richiedente, dei requisiti previsti per la registrazione. Ricevuto tale parere dal CESR, i membri del collegio riesaminano la bozza di decisione. A questo punto, è l'autorità competente dello Stato membro di origine ad adottare una decisione finale di concessione o rifiuto della registrazione pienamente motivata, in cui deve altresì spiegare l'eventuale discostamento dal parere del CESR. Tuttavia, in caso di costante disaccordo tra i membri del collegio, l'autorità competente dello Stato membro d'origine non ha altra possibilità se non quella di adottare una decisione di rifiuto, in cui debbono essere identificati i membri del collegio dissenzienti ed illustrate le loro opinioni. Questa disciplina è contenuta negli artt. 14, 15, 16, 29. Una procedura particolare è poi prevista dall'art. 17 per la registrazione di un gruppo di agenzie di *rating*.

<sup>118</sup>Cfr. DE BELLIS, *La nuova disciplina europea delle agenzie di rating*, in *Giorn. dir. amm.*, 2010, V, p. 460 ss.; BRUTTI, *Il regolamento europeo sulle agenzie di rating del credito*, in *Bancaria*, 2010, I, p. 52.



di carattere esclusivamente tecnico, volti a verificare l'adeguatezza strutturale ed operativa dell'agenzia richiedente<sup>119</sup>, senza far alcun riferimento alla reputazione già acquisita o all'attività già esercitata sul mercato da parte di questa<sup>120</sup>.

Nel nuovo quadro di disciplina, la registrazione costituisce, inoltre, il principale requisito affinché le agenzie possano emettere *ratings* utilizzabili a fini regolamentari all'interno della Comunità. Il regolamento prevede espressamente che banche, imprese di investimento, imprese di assicurazione, imprese di riassicurazione, OICVM ed enti pensionistici aziendali o professionali possano utilizzare a fini regolamentari solamente *ratings* emessi da agenzie stabilite nella Comunità e registrate ai sensi del regolamento stesso<sup>121</sup>.

Il sistema appena descritto, in realtà, non esclude l'utilizzabilità di *ratings* emessi in paesi terzi. Il legislatore comunitario, infatti, non ha inteso chiudere il mercato europeo del *rating* alle agenzie stabilite al di fuori dell'Unione, ma ha inteso assicurarsi che siano comunque rispettati requisiti altrettanto rigorosi quanto quelli stabiliti dal Regolamento. La disciplina prevede due diversi meccanismi al riguardo.

In primo luogo, si introduce un sistema di avallo che consente alle agenzie stabilite e registrate nella Comunità di avallare *ratings* emessi in paesi terzi. In tal caso, l'agenzia avallante deve aver verificato e deve essere in grado di dimostrare, su base continuativa, che lo svolgimento dell'attività di *rating* da parte dell'agenzia avallata stabilita nel paese terzo soddisfi requisiti non meno rigorosi di quelli prescritti dal regolamento<sup>122</sup>. L'agenzia avallante assume la

<sup>119</sup>La domanda di registrazione deve contenere le informazioni indicate nell'All. II. Tra le altre cose, oltre a specificare la classe o le classi di *ratings* per cui l'agenzia chiede di essere registrata, occorre che questa renda noto il suo assetto proprietario; la sua struttura organizzativa ed il governo societario; le risorse finanziarie destinate all'attività di *rating*; la dotazione di personale e le relative competenze; la descrizione delle procedure e metodologie utilizzate; le politiche e procedure adottate per identificare, gestire e rendere pubblici eventuali conflitti d'interesse; un programma delle operazioni che intende intraprendere. A differenza di quanto avviene nella *sec. 15E del Securities Exchange Act*, nessun riferimento è fatto alle pregresse *performances* dei *ratings* o all'attività già svolta dall'agenzia richiedente.

<sup>120</sup>Questo profilo è colto anche da PARMEGGIANI, *La regolazione*, cit., p. 137, il quale sottolinea come, a differenza di quanto avvenuto nell'esperienza americana, il Regolamento europeo fissi i requisiti rilevanti ai fini della registrazione "senza scadere apparentemente in alcuna considerazione avente una portata più velatamente politica". Tuttavia, secondo AMTENBRINK e DE HAAN, *Regulating Credit Ratings*, cit., p. 1931, ad una più attenta lettura, il Regolamento non specificherebbe in maniera sufficientemente chiara e precisa i requisiti in base ai quali la registrazione sarà accordata o negata, il che, secondo gli Autori, potrebbe creare il rischio di un'applicazione poco trasparente e non uniforme della relativa disciplina. V., inoltre, quanto si dirà *infra*, § 7.

<sup>121</sup>Art. 4 par. 1. Questo rappresenta un secondo importante aspetto di differenza rispetto alle scelte compiute dal legislatore americano, poiché il Regolamento lascia immutata – ed, anzi, in un certo senso conferma e sistematizza – la valenza regolamentare del *rating* all'interno del quadro normativo comunitario. In questo senso v. anche DE BELLIS, *La nuova disciplina europea*, cit., p. 459, 462.

<sup>122</sup>Art. 4 par. 3. Il sistema di avallo è stato introdotto allo scopo di esercitare un'efficace vigilanza nei confronti delle agenzie presenti in paesi terzi che sono affiliate o che collaborano strettamente con quelle stabilite nella Comunità (v. considerando 14). Oltre a quanto indicato nel testo, l'avallo è consentito solo se l'agenzia avallante abbia preso parte allo svolgimento dell'attività finalizzata all'emissione del *rating* da avallare o vi abbiano preso parte agenzie appartenenti allo stesso gruppo. Deve, inoltre, sussistere "una ragione oggettiva" per cui il *rating* debba essere emesso in un paese terzo. Potrebbe trattarsi, ad es., della sussistenza di pratiche d'affari locali che l'agenzia stabilita nella Comunità non è in grado di valutare

piena responsabilità per il *rating* avallato<sup>123</sup>.

In secondo luogo, al fine di tener conto delle agenzie di *rating* di minori dimensioni che non sono presenti nella Comunità, né sono affiliate con agenzie in essa stabilite<sup>124</sup>, è contemplato un sistema di certificazione<sup>125</sup> basato su una decisione con cui la Commissione deve valutare l'equivalenza del quadro giuridico e di vigilanza del paese terzo di cui trattasi con quello delineato dal Regolamento<sup>126</sup>. La certificazione incontra un limite importante nel fatto che il *rating* emesso dalla agenzia richiedente e sue le attività non debbano rivestire "un'importanza sistemica per la stabilità finanziaria o l'integrità dei mercati finanziari di uno o più stati membri"<sup>127</sup>. I *ratings* prodotti da un'agenzia certificata possono essere utilizzati nella Comunità senza bisogno di essere avallati<sup>128</sup>.

In definitiva, dal Regolamento emerge che le agenzie aventi sede al di fuori dell'Unione, al fine di produrre *ratings* spendibili a livello regolamentare all'interno della Comunità, potranno, alternativamente, costituire una sussidiaria in Europa e fare domanda di registrazione, ovvero ricorrere ai sistemi di avallo o di certificazione<sup>129</sup>.

Nel suo Titolo II ("Emissione di rating del credito"), il Regolamento detta tutta una serie di regole di condotta che le agenzie debbono osservare al fine di garantire trasparenza ed accuratezza nel loro operato, una buona *governance* societaria ed un'adeguata gestione dei conflitti d'interesse. Si tratta di regole in gran parte analoghe a quelle introdotte negli USA con la legislazione degli anni 2006-2010.

---

al meglio. Ancora, l'agenzia i cui *ratings* si intendano avallare deve essere soggetta a vigilanza da parte delle competenti autorità del paese terzo in questione e con esse l'autorità dello Stato membro d'origine dell'agenzia avallante deve aver concluso appositi accordi di cooperazione.

<sup>123</sup>Art. 4 par. 5.

<sup>124</sup>Cfr. considerando 14 e 15.

<sup>125</sup>Art. 5.

<sup>126</sup>La decisione di equivalenza deve essere adottata in base ai criteri indicati nel par. 6 dell'art. 5, ma, tuttavia, essi possono essere ulteriormente precisati o modificati dalla stessa Commissione. Osservano AMTENBRINK e DE HAAN, *Regulating Credit Ratings*, cit., p. 1935, che "[t]o the extent that third-country CRAs seek an equivalence decision, this may indirectly put pressure on third countries to raise their legal and supervisory standards to the level of the Regulation to the extent that this is not already the case. As such, the European regulatory framework could produce effects beyond the borders of the EU". Ad oggi, l'unica decisione adottata è quella che ha riconosciuto l'equivalenza del quadro giuridico e di vigilanza del Giappone: v. Decisione del 28 settembre 2010, C(2010) 6418.

<sup>127</sup>Tale verifica spetta alle competenti autorità riunite nel collegio di cui all'art. 29, chiamate a decidere sulla domanda di certificazione secondo una procedura molto simile a quella prevista per la registrazione (v. *supra* n. 117). Il Regolamento non specifica alcunché in ordine ai criteri in base ai quali valutare tale impatto sulla stabilità finanziaria o sull'integrità dei mercati, ma rimette al CESR il compito di adottare apposite linee guida: v. art. 21 par. 3, lett. d). Le ulteriori condizioni cui è subordinato l'accoglimento della domanda di certificazione consistono nell'essere l'agenzia richiedente soggetta a vigilanza nel paese terzo di origine e nella sussistenza di accordi di cooperazione, che, in questo caso, debbono essere conclusi dal facilitatore.

<sup>128</sup>Il Regolamento (art. 5, par. 8) stabilisce che sarà direttamente l'agenzia certificata ad essere sottoposta alle misure di vigilanza ed alle sanzioni stabilite negli artt. 20, 24 e 25, che si applicano loro "in quanto compatibili".

<sup>129</sup>Così anche AMTENBRINK e DE HAAN, *Regulating Credit Ratings*, cit., p. 1930; e BRUTTI, *Il regolamento europeo*, cit., p. 52.

Sotto il primo profilo, le agenzie sono tenute a comunicare al pubblico le metodologie, i modelli e le ipotesi principali utilizzate nell'attività di *rating* (comprese le ipotesi matematiche e quelle in materia di correlazioni dei rischi), nonché le modifiche sostanziali che dovessero essere eventualmente apportate<sup>130</sup>. Debbono procedere ad un'analisi accurata delle informazioni di cui dispongono e che sono rilevanti ai fini della produzione dei *ratings*, adottando le misure necessarie affinché tali informazioni siano di qualità sufficiente e provengano da fonti affidabili<sup>131</sup> (ad es., incaricando terzi di svolgere un'adeguata *due diligence*). Sempre sotto il profilo della trasparenza, il Regolamento, al pari di quanto oggi dispone anche il *Dodd-Frank Act* statunitense, indica le informazioni che debbono accompagnare la pubblicazione di ogni *rating*. In particolare, similmente a quanto prescrive la legge americana, occorre indicare la sensibilità del *rating* alle assunzioni su cui è basato, accompagnata dall'indicazione del *rating* in caso di scenari più sfavorevoli e più favorevoli di quelli considerati per la sua produzione<sup>132</sup>; così come occorre specificare gli eventuali limiti della valutazione incorporata nel *rating*, con particolare riguardo alla qualità ed alla quantità delle informazioni disponibili sull'entità valutata ed alla misura in cui tali informazioni sono state rese oggetto di verifiche fattuali<sup>133</sup>. I *ratings* emessi devono essere controllati e rivisti, unitamente alle metodologie utilizzate, costantemente ed almeno a cadenza annuale. Nel far ciò, occorre tener in considerazione anche l'impatto di eventuali variazioni delle condizioni macroeconomiche o dei mercati<sup>134</sup>. Infine, deve essere data pubblicità ai conflitti d'interesse cui l'agenzia si trova o potrebbe trovarsi esposta nell'esercizio della sua attività<sup>135</sup>; debbono essere messe a disposizione delle autorità competenti determinate informazioni periodiche<sup>136</sup>; deve essere pubblicata annualmente una relazione di trasparenza<sup>137</sup>.

Quanto ai *ratings* su prodotti di finanza strutturata, anche il legislatore

<sup>130</sup> Art. 8, par. 1 e All. I, sez. E, parte I, punto 5.

<sup>131</sup> Art. 8, par. 2.

<sup>132</sup> Art. 10, par. 2 e All. I, sez. D, parte I, punto 2, lett. c).

<sup>133</sup> All. I, sez. D, parte I, punto 4. Tra le previsioni della legge americana e quelle del Regolamento europeo v'è, però, una differenza significativa. Mentre la prima si accontenta della semplice *disclosure* in ordine ad eventuali limiti o alla scarsa qualità delle informazioni disponibili, il Regolamento, invece, stabilisce che “[l]addove la mancanza di dati affidabili o la complessità della struttura di un nuovo tipo di strumento finanziario o la qualità insoddisfacente delle informazioni disponibili suscitano seri dubbi circa la capacità dell'agenzia di rating del credito di emettere un rating credibile, l'agenzia si astiene dall'emettere il rating o ritira il rating esistente”.

<sup>134</sup> Art. 8, par. 5.

<sup>135</sup> Art. 11, par. 1 e All. I, sez. E, parte I, punto 1.

<sup>136</sup> In particolare, le agenzie debbono fornire informazioni sulle *performances* storiche dei propri *ratings*, tra cui i dati di frequenza delle loro transizioni e quelli sui tassi storici di inadempimento (art. 11, par. 2 e dall'All. I, sez. E, parte II, punto 1). Tali informazioni debbono essere messe a disposizione di un registro centrale creato dal CESR, il quale, a sua volta, è chiamato a renderle pubbliche ed a pubblicare informazioni sintetiche sui principali sviluppi osservati su base annuale. Su base annuale, le agenzie devono altresì fornire alla autorità competente del proprio Stato membro d'origine ed al CESR un elenco dei loro 20 principali clienti in termini di fatturato ed altri dati relativi alla evoluzione del contributo apportato dai diversi clienti nella generazione del loro fatturato (art. 11, par. 3 e All. I, sez. E, parte II, punto 2).

<sup>137</sup> Gli aspetti che debbono essere resi oggetto della relazione di trasparenza sono indicati nell'All. I, sez. E, parte III.

europeo ha seguito la strada di imporre l'introduzione di simbologie differenziate da quelle utilizzate per i prodotti di debito tradizionali<sup>138</sup>. La loro pubblicazione, inoltre, deve essere accompagnata da alcune informazioni aggiuntive<sup>139</sup>.

Gli *unsolicited ratings* devono essere identificati come tali e l'agenzia che li emette è tenuta a precisare se l'entità valutata o terzi collegati<sup>140</sup> abbiano preso parte o meno al processo di emissione del *rating* e se vi sia stato o meno accesso ai conti o ad altra documentazione interna dell'entità valutata o di un terzo collegato<sup>141</sup>. Le politiche e le procedure seguite relativamente agli *unsolicited ratings* debbono costituire oggetto di specifica *disclosure*<sup>142</sup>.

Nel consiglio d'amministrazione o di sorveglianza delle agenzie devono sedere almeno un terzo e non meno di due consiglieri indipendenti, i quali non partecipano all'attività di *rating* e la cui retribuzione non può essere collegata ai risultati economici dell'agenzia e deve essere comunque strutturata in modo tale da garantire l'indipendenza del loro giudizio. Il loro mandato deve avere una durata prefissata non superiore a cinque anni. Esso non è rinnovabile. Onde garantire l'autonomia del loro operato, la revoca del mandato è ammessa soltanto in caso di condotta scorretta o di scarso rendimento professionale<sup>143</sup>. Deve essere altresì istituito e mantenuto un dipartimento per la funzione di *compliance*, il cui responsabile deve riferire regolarmente all'alta dirigenza ed ai membri indipendenti del consiglio d'amministrazione o di sorveglianza in merito all'adeguatezza ed all'efficacia delle misure e procedure adottate per garantire la conformità agli obblighi che derivano dal Regolamento<sup>144</sup>.

<sup>138</sup> Art. 10, par. 3.

<sup>139</sup> All. I, sez. D, parte II. Particolarmente rilevanti sono: l'obbligo di fornire informazioni relative alle analisi svolte in materia di perdite e flussi di cassa; l'obbligo di indicare eventuali aspettative di variazione del *rating*; l'obbligo di indicare se l'agenzia ha essa stessa proceduto ad una *due diligence* sugli *assets* sottostanti ovvero se si è valse della valutazione di terzi; l'obbligo di corredare la pubblicazione del *rating* con simulazione di scenari di *stress*.

<sup>140</sup> Ai fini del Regolamento per "terzo collegato" si intende "il soggetto che promuove o organizza l'operazione, lo sponsor, il gestore (servicer) o qualsiasi altra parte che interagisca con l'agenzia di rating del credito per conto di un'entità valutata, inclusa qualsiasi persona direttamente o indirettamente collegata a quest'ultima da un legame di controllo". Art. 3, par. 1, lett. i).

<sup>141</sup> Art. 10, par. 5.

<sup>142</sup> Art. 10, par. 4.

<sup>143</sup> All. I, sez. A, punto 2. Ove l'agenzia emetta *ratings* su strumenti di finanza strutturata, il Regolamento impone che almeno un membro indipendente e un altro membro del CdA abbiano maturato conoscenze approfondite ed esperienze di alto livello nel mercato delle cartolarizzazioni. Sui consiglieri indipendenti grava il compito specifico di controllare lo sviluppo della politica dell'attività di *rating* e delle metodologie utilizzate nell'ambito di tale attività, l'efficacia dei sistemi di controllo interno, delle misure per la gestione dei conflitti d'interesse e delle procedure di *governance* e di *compliance*. Su tali aspetti i consiglieri indipendenti debbono presentare periodicamente dei propri pareri che, dopo essere stati presentati all'organo collegiale di appartenenza, sono messi a disposizione dell'autorità competente.

<sup>144</sup> All. I, sez. A, punti 5 e 6. Anche per il responsabile per la funzione di controllo della conformità vige il divieto di ancorarne la remunerazione ai risultati dell'agenzia, mentre spetta a lui far sì che eventuali conflitti d'interesse delle persone i cui servizi siano messi a disposizione della funzione di *compliance* siano individuati ed eliminati. Come si vede, salvo che per alcuni profili di dettaglio, anche in tema di *corporate governance* le regolamentazioni europea e statunitense appaiono in buona sostanza assimilabili. Il Regolamento, tuttavia, sembra essere caratterizzato da maggiore rigidità nella determinazione e distribuzione delle responsabilità tra le varie componenti del governo societario. Ma, come già si è detto, un confronto definitivo non è possibile

Quanto ai conflitti d'interesse, in termini generali, il Regolamento impone alle agenzie l'adozione di tutte le misure necessarie a garantire che l'attività di *rating* non ne sia influenzata<sup>145</sup>. Il compito di identificare, gestire e rendere noti i conflitti d'interesse, nonché di garantire l'indipendenza dell'attività di *rating*, spetta all'alta dirigenza<sup>146</sup>. L'identificazione e la gestione dei conflitti d'interesse non sono tuttavia reputate misure sufficienti rispetto ad alcune situazioni specificamente individuate, ricorrendo le quali il legislatore comunitario ritiene irreparabilmente compromessa l'indipendenza dell'operato delle agenzie e, di conseguenza, vieta l'emissione del *rating*<sup>147</sup>. Altresì vietata è la prestazione di servizi di consulenza per ciò che attiene alla struttura societaria o giuridica, all'attivo ed al passivo o alle attività dell'entità valutata e di terzi ad essa collegati<sup>148</sup>, così come la presentazione, formale o informale, di proposte o raccomandazioni in ordine alla struttura di strumenti finanziari derivati<sup>149</sup> e la partecipazione degli analisti ai negoziati inerenti alle provvigioni e pagamenti dovuti all'agenzia<sup>150</sup>. Infine, allo scopo di salvaguardare l'indipendenza delle valutazioni degli analisti dai condizionamenti che potrebbero discendere dal mantenimento di relazioni di lunga durata con le entità valutate<sup>151</sup>, il Regolamento impone alle agenzie di stabilire ed applicare appositi

---

finché non siano emanate dalla SEC le *rules* di sua competenza.

<sup>145</sup> Art. 6, par. 1.

<sup>146</sup> All. I, sez. A, punti 1 e 2.

<sup>147</sup> All. I, sez. B, punto 3. Nella *black list* rientrano l'ipotesi in cui l'agenzia ovvero i suoi analisti o dipendenti posseggano direttamente o indirettamente strumenti finanziari dell'entità valutata o di terzi collegati, oppure vi abbiano qualsiasi altro diritto di proprietà diretto o indiretto (escluse eventuali partecipazioni detenute in regimi di investimento collettivo diversificati); l'ipotesi in cui tra agenzia e l'entità valutata o terzi collegati vi siano legami di controllo diretti o indiretti; l'ipotesi in cui analisti o altri membri del personale dell'agenzia ricoprano posizioni dirigenziali nell'entità valutata o in terzi collegati. A differenza di quanto avviene nella legislazione americana (v. *supra*, nota n. 75), il Regolamento non impedisce l'emissione del *rating* nei confronti di soggetti da cui l'agenzia abbia percepito una parte consistente dei proventi relativi all'esercizio precedente, limitandosi ad esigere la comunicazione al pubblico dei nomi delle entità valutate o dei terzi collegati dai quali provenga oltre il 5% del suo fatturato annuale (All. I, sez. B, punto 2). Si tratta di un approccio coerente con l'obiettivo di non introdurre alcuna barriera all'ingresso del mercato del *rating*, posto che un divieto come quello stabilito dalla SEC rischierebbe di tradursi in un ostacolo per i soggetti di minori dimensioni o appena entrati nel mercato, i quali, verosimilmente, potranno inizialmente contare su di un numero ristretto di clienti. Cfr. PARMEGGIANI, *La regolazione*, cit., p. 128, nota n. 15 e testo corrispondente.

<sup>148</sup> All. I, sez. B, punto 4. Rimane ammessa la prestazione di ulteriori "servizi ausiliari", che il Regolamento individua nelle valutazioni relative alle previsioni di mercato e delle tendenze economiche, nell'analisi dei prezzi ed in altre analisi generali dei dati e nei servizi di distribuzioni connessi. La prestazione di tali servizi ausiliari – oltre ad essere soggetta ad obbligo di pubblicità (All. I, sez. E, parte I, punto 1) – deve comunque avvenire in modo tale da non determinare conflitti d'interesse rispetto all'attività di *rating*.

<sup>149</sup> All. I, sez. B, punto 5.

<sup>150</sup> Art. 7, par. 2. Gli analisti di *rating* e i dipendenti dell'agenzia debbono inoltre astenersi da "qualsiasi operazione di acquisto, vendita o altro tipo su qualsiasi strumento finanziario emesso, garantito o altrimenti sostenuto da un'entità valutata soggetta alla loro responsabilità analitica primaria, salvo che si tratti di partecipazioni in regimi di investimento collettivo diversificati" e dall'utilizzo o scambio di "informazioni riservate ai fini della negoziazione di strumenti finanziari o per qualsiasi altra finalità" che non sia quella di *rating* del credito. Spetta invece all'agenzia rivedere i *ratings* alla cui emissione abbiano partecipato analisti e dipendenti che siano successivamente passati alle dipendenze dei soggetti valutati. A costoro non è comunque consentito assumere posizioni dirigenziali presso l'entità valutata o terzi collegati prima che siano trascorsi sei mesi dall'emissione del *rating* (All. I, sez. C, punti 1, 3, 6 e 7).

<sup>151</sup> Considerando 33.

meccanismi di rotazione graduale<sup>152</sup>.

Rimane da illustrare solamente il sistema di *enforcement* posto a presidio degli obblighi nascenti dal Regolamento. Le sanzioni applicabili a fronte della loro violazione vanno dagli estremi della semplice emanazione di una comunicazione pubblica sino alla revoca della registrazione, passando per il divieto temporaneo di emettere *ratings* e la sospensione della loro utilizzabilità a fini regolamentari all'interno della Comunità<sup>153</sup>. L'efficacia di tale sistema sanzionatorio<sup>154</sup>, tuttavia, soffre degli stessi gravi, evidenti limiti già sottolineati con riguardo alla procedura di registrazione<sup>155</sup>.

In realtà, quello relativo alla supervisione sulle agenzie di *rating* è un capitolo che il legislatore comunitario ha lasciato volutamente aperto, affidando alla Commissione il compito di presentare proprie osservazioni al riguardo, unitamente alle eventuali proposte legislative necessarie a colmare "le lacune riscontrate nell'ambito degli accordi di coordinamento e di cooperazione in materia di vigilanza"<sup>156</sup>. Proposte che la Commissione ha presentato il 2 giu-

<sup>152</sup>Art. 7, par. 4 e All. I, sez. C, punto 8. Rilevante è anche l'obbligo di rendere la retribuzione e la valutazione del rendimento degli analisti e delle persone che approvano i *ratings* indipendenti "dall'entità del fatturato che l'agenzia [...] deriva dalle entità valutate o da terzi collegati" (Art. 7, par. 5).

<sup>153</sup>Art. 24, par. 1. Le condizioni per la revoca della registrazione sono stabilite nell'art. 20, par. 1.

<sup>154</sup>Sul quale cfr., *amplius*, AMTENBRINK e DE HAAN, *Regulating Credit Ratings*, cit., p. 1939 ss.

<sup>155</sup>In linea di principio, la competenza all'adozione delle suddette sanzioni spetta all'autorità dello Stato membro d'origine. Essa, prima di prendere qualsiasi decisione, deve però notificare al facilitatore i fatti accertati e consultare i membri del collegio, i quali, anche in questo caso, sono chiamati a "fare quanto ragionevolmente in loro potere per raggiungere un accordo" sulla necessità o meno dell'adozione di eventuali sanzioni. In assenza di accordo, ove uno dei membri del collegio ne faccia richiesta o di propria iniziativa, l'autorità competente dello Stato membro d'origine è tenuta a richiedere un parere al CESR. Se il disaccordo permane, a differenza di quanto stabilito ai fini della registrazione, l'autorità competente dello Stato membro d'origine potrà comunque adottare una propria decisione, la quale, ove in disaccordo col parere del CESR, dovrà essere pienamente motivata (art. 24, par. 3). Le autorità competenti degli altri Stati membri, dal canto loro, possono avviare il procedimento sanzionatorio nei confronti delle agenzie i cui *ratings* siano utilizzati nei loro rispettivi territori. Anche in questo caso, mancando un accordo in seno al collegio, e richiesto il parere del CESR, l'autorità competente interessata potrà adottare una decisione, motivando l'eventuale difformità rispetto al contenuto di tale parere. Ove la sanzione consista nella sospensione dell'uso del *rating* a fini regolamentari, la sua efficacia sarà, in questo caso, limitata alle sole istituzioni finanziarie ed agli intermediari aventi sede legale nell'ambito della sua giurisdizione (art. 25). L'art. 36 prevede, inoltre, che gli Stati membri debbano stabilire le ulteriori sanzioni (amministrative e penali) da applicare in caso di violazione delle disposizioni del Regolamento, sanzioni che debbono essere "efficaci, proporzionate e dissuasive" e riguardare quanto meno i casi di grave scorrettezza professionale e di omissione della diligenza dovuta (considerando 66). Critico rispetto a questa disposizione PARMEGGIANI, *La regolazione*, cit., p. 140, secondo cui essa, oltre ad apparire incoerente rispetto alla scelta del legislatore comunitario di intervenire con lo strumento del regolamento, comporta il rischio che si creino a livello intraeuropeo ordinamenti più o meno severi, con conseguente spazio per pratiche di *forum shopping* nella fase di riconoscimento. Rimangono affidate alle legislazioni nazionali in materia di responsabilità civile le eventuali domande di risarcimento del danno nei confronti delle agenzie (considerando 69). Merita infine segnalare che, nell'adempimento delle proprie funzioni, "né le autorità competenti, né alcun'altra autorità pubblica degli Stati membri [possono] interferi[re] con il contenuto del rating del credito o delle metodologie" (cfr. art. 23, par. 1 e considerando 58). Anche sotto i profili relativi ai limiti delle autorità di vigilanza, quindi, il modello comunitario risulta allineato a quello statunitense. Tale limite costituisce, inoltre, un requisito rilevante ai fini della disciplina dell'avallo e della certificazione, ove è richiesto che il regime normativo del paese terzo in questione non consenta a pubbliche autorità di sindacare il merito delle procedure e delle metodologie impiegate dalle agenzie di cui si intendano avallare i *ratings* e di quelle che intendano ottenere la certificazione (art. 4, par. 3, lett. g) e art. 5, par. 6, co. 2, lett. c)).

<sup>156</sup>Così il considerando 51, sulla base della premessa che "[l]'attuale sistema di vigilanza non dovrebbe essere considerato come la soluzione a lungo termine per il controllo delle agenzie di rating del credito",

gno 2010<sup>157</sup> e dalla cui approvazione discenderebbe l'attribuzione dei poteri di vigilanza sulle agenzie in capo all'ESMA (*European Securities and Markets Authority*), l'autorità di vigilanza sui mercati mobiliari istituita all'interno del nuovo quadro europeo di supervisione finanziaria.

Le modifiche proposte, se approvate, farebbero dell'ESMA l'unica autorità di vigilanza per tutte le agenzie di *rating* aventi sede nell'UE, attribuendole competenza generale ed esclusiva negli ambiti relativi alla registrazione ed alla vigilanza continuativa sulle stesse, così come sulle problematiche relative all'avvallo ed alla certificazione di agenzie stabilite in paesi terzi. Sebbene l'avvento di un siffatto assetto di controlli sia particolarmente auspicabile, apparendo in grado di apportare benefici notevoli in punto di efficacia e di efficienza del sistema di vigilanza sulle agenzie<sup>158</sup>, rispetto al suo disegno complessivo, tuttavia, non può tacersi un evidente profilo di incoerenza nel voler riservare la competenza all'adozione di sanzioni in capo alla Commissione<sup>159</sup>. Una scelta che non trova altra giustificazione se non quella di voler mantenere alla politica ed agli interessi dei singoli Stati membri un loro spazio di influenza, in profondo contrasto con l'evoluzione della disciplina europea dei mercati mobiliari, che mira a rafforzare l'autonomia e l'indipendenza dei *regulators* tecnici dagli organi di indirizzo politico.

7. Una tappa assai significativa nella storia del *rating* è stata segnata dall'accordo "Basilea 2"<sup>160</sup>, il quale, nell'introdurre una struttura del capitale

---

poiché "[i] collegi delle autorità competenti, che sono tenuti a semplificare in questo settore la cooperazione e la convergenza in materia di vigilanza nella Comunità, [pur] rappresentan[d]o un notevole passo avanti, [...] non possono sostituire tutti i vantaggi di una vigilanza più consolidata del settore delle agenzie di rating".

<sup>157</sup>V. COMMISSIONE EUROPEA, Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio recante modifica del regolamento (CE) n. 1060/2009 relativo alle agenzie di rating del credito, COM(2010) 289 definitivo.

<sup>158</sup>Il documento di accompagnamento alla proposta di Regolamento citata alla nota precedente, contenente la sintesi della relativa valutazione d'impatto, individua le seguenti aree di criticità nel sistema di vigilanza attualmente in vigore: 1) rischi di potenziali conflitti di competenza derivanti dalla presenza di una molteplicità di autorità di vigilanza, da cui potrebbero discendere carenze o sovrapposizioni nell'esercizio delle relative prerogative, nonché situazioni di arbitraggio; 2) rischio di un'applicazione divergente e non uniforme del Regolamento; 3) eccessiva lunghezza ed onerosità delle procedure amministrative; 4) rischio di non-allineamento degli incentivi, dal momento che le autorità competenti dei singoli Stati membri potrebbero non essere in grado di percepire l'impatto transfrontaliero dei *ratings* ed essere indotte a non riservare risorse sufficienti a vigilare sulle agenzie i cui *ratings* abbiano maggiore impatto al di fuori dello Stato in cui sono registrate. L'approvazione delle modifiche proposte dalla Commissione è auspicabile anche perché, al dichiarato fine di migliorare la trasparenza ed aumentare la competitività tra le agenzie, esse contemplanò l'introduzione di una *equal-access rule* analoga a quella introdotta dalla SEC negli USA (v. *supra*, nota n. 80). In forza di tale disposizione, ogni agenzia registrata avrebbe la possibilità di accedere alle stesse informazioni che l'emittente di strumenti finanziari strutturati o eventuali terzi collegati abbiano fornito all'agenzia incaricata di emettere il *rating* di tali strumenti, assumendo l'obbligo, ove scelgano di avvalersi di tale facoltà, di emettere *unsolicited ratings* per almeno il 10% degli strumenti strutturati riguardo ai quali la richiesta sia stata avanzata (v. art. 1, par. 4 della proposta di Regolamento, cit.).

<sup>159</sup>Le modifiche proposte prevedono che l'ESMA abbia competenza esclusiva per quanto riguarda l'adozione di misure di vigilanza a carattere interdittivo-cautelare (divieto temporaneo di emissione di nuovi *ratings*, sospensione dell'utilizzabilità del *rating* a scopi regolamentari e revoca della registrazione), mentre la competenza all'irrogazione di penalità di mora ed ammende viene attribuita alla Commissione, che decide su richiesta dell'ESMA (v. art. 1, par. 24 della proposta di Regolamento, cit.).

<sup>160</sup>BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *International Convergence of Capital*

bancario maggiormente *risk-sensitive* rispetto al passato, ha attribuito un ruolo di assoluta centralità alle agenzie di *rating*. Ai fini della ponderazione dei requisiti patrimoniali al grado di rischiosità degli *assets*, infatti, le banche sono state poste di fronte alla scelta tra l'uso di un sistema di *rating* interno (*Internal Rating Based Approach*) ed il ricorso alle valutazioni esterne delle agenzie di *rating* (*Standardised Approach*)<sup>161</sup>. Un'alternativa che, di fatto, si è tradotta in un vincolo, poiché solamente le banche di maggiore dimensione possono risultare in grado di ricorrere al sistema dei *ratings* interni<sup>162</sup>, ed è agevole intuire di qual portata sia il volume di affari che l'utilizzo del *rating* ai fini della determinazione del patrimonio di vigilanza delle banche ha creato per le agenzie di *rating*.

Per poter operare in questa appetibilissima fetta del mercato dei servizi di *rating*, occorre che le agenzie ottengano, attraverso un apposito procedimento di riconoscimento, lo *status* di *External Credit Assessment Institutions*<sup>163</sup>. La competenza spetta alle autorità di vigilanza nazionali, la quali sono tenute ad accertare che l'agenzia richiedente disponga dei requisiti organizzativi ed operativi fissati dall'accordo<sup>164</sup>. Tra tali criteri figura quello della "credibilità", il cui preciso significato appare arduo da cogliere. In effetti, esso è definito tanto con riferimento alla capacità dell'agenzia richiedente di assicurare il rispetto degli altri requisiti in punto di indipendenza, trasparenza, adeguatezza di risorse finanziarie, etc.; quanto con riferimento al grado di accettazione dei suoi *ratings* da parte degli operatori di mercato; il che, in altre parole, significa che l'aspirante ECAI, affinché possa dirsi credibile, deve già disporre di una comprovata reputazione sul mercato del *rating*. L'analogia con il sistema delle NRSROs creato dalla SEC a partire dagli anni '70 è evidente, così come è evidente l'analogo effetto del tipo "comma 22"<sup>165</sup> che esso è in grado di creare, riservando una parte notevolmente proficua del mercato del *rating* alle agenzie che da sempre lo dominano e rendendo, di converso, proibitivamente difficoltosa l'entrata di nuove imprese<sup>166</sup>.

Tale stato di cose emerge ancor più nitidamente dalla c.d. *Capital Requirements Directive*<sup>167</sup>, adottata per dare esecuzione all'accordo "Basilea 2" nell'ambito dell'Unione Europea e dalle linee guida emanate dal CEBS ai fini dell'armonizzazione delle procedure di riconoscimento ECAI da parte delle competenti autorità degli Stati membri<sup>168</sup>. La prima stabilisce espressamente

---

*Measurement and Capital Standards*, giugno 2004.

<sup>161</sup>BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *International Convergence*, cit., Part 2, *secc.* II e III.

<sup>162</sup>PRESTI, *Le agenzie di rating*, cit., p. 78.

<sup>163</sup>D'ora in avanti: ECAIs.

<sup>164</sup>I principali criteri rilevanti ai fini dell'attribuzione della qualifica di ECAI sono analizzati in FERRI e LACITIGNOLA, *Le agenzie di rating*, cit., p. 171 ss.

<sup>165</sup>V. *supra*, nota n. 65 e testo corrispondente.

<sup>166</sup>Nello stesso senso PARMEGGIANI, *La regolazione*, cit., p. 141 ss.

<sup>167</sup>Direttiva 2006/48/CE. D'ora in avanti: CRD.

<sup>168</sup>CEBS, *Guidelines on the recognition of External Credit Assessment Institutions*, gennaio 2006.



che le valutazioni dell'aspirante ECAI debbano godere di "credibilità ed accettazione da parte del mercato"<sup>169</sup>, mentre le seconde specificano che, in sede di riconoscimento, ai fini della verifica in ordine alla sussistenza di detta credibilità ed accettazione, occorra tener conto, tra le altre cose, della quota di mercato e dei ricavi percepiti dall'agenzia richiedente, nonché dell'utilizzo che almeno due enti creditizi facciano dei suoi *ratings* per l'emissione di obbligazioni o per l'analisi del rischio di credito<sup>170</sup>.

La tautologia si ripropone: ad una aspirante ECAI è richiesto di avere dei clienti tra le banche ancor prima di poter operare come ECAI.

Con tutta evidenza, si tratta di un quadro regolamentare che risponde a logiche del passato; logiche che ormai si pongono in netto contrasto con i più recenti sviluppi prodottisi tanto negli USA, ove è in corso una drastica riduzione dell'utilizzo dei *ratings* a scopi regolamentari, quanto nella stessa Unione Europea, ove il Regolamento n. 1060/2009 sembra negare ogni rilevanza alla reputazione posseduta dalle agenzie ai fini della loro registrazione, come si è avuto modo di dire nelle pagine precedenti.

Ciò nonostante, si tratta di un quadro regolamentare che, allo stato attuale, sembra destinato a rimanere disallineato rispetto alle scelte compiute su entrambe le sponde dell'Atlantico dopo la crisi. Sia perché, in ambito internazionale, le nuove misure di "Basilea 3"<sup>171</sup> non affrontano (almeno per ora) la questione dell'utilizzo del *rating* ai fini della determinazione del patrimonio di vigilanza, sia perché, in ambito europeo, il meccanismo di riconoscimento ECAI basato sulla reputazione delle agenzie è stato non solo confermato, ma pare addirittura destinato ad essere ulteriormente rafforzato.

Con l'adozione della Direttiva 2009/111/CE, che ha apportato modifiche

---

<sup>169</sup>Cfr. gli artt. 81, par. 2 e 97, par. 2; e All. VI, parte 2, punto 2.1 della CRD.

<sup>170</sup>CEBS, *Guidelines on the recognition*, cit., p. 24: "Competent authorities shall verify that ECAI's individual credit assessments are recognised in the market as credible and reliable by the user of such credit assessments. Credibility shall be assessed by competent authorities according to factors such as the following: (a) market share of the ECAI; (b) revenues generated by the ECAI, and more in general financial resources of the ECAI; (c) whether there is any pricing on the basis of the rating. (ca) in case at least two banks use the ECAI's individual credit assessment for bond issuing and/or assessing credit risks. An ECAI credit assessment may be used to determine the risk weight of a securitisation position (Article 97(1) of the CRD) only if the competent authorities are satisfied that the ECAI has a demonstrated ability in the area of securitisation, which may be evidenced by a strong market acceptance". Tale passaggio delle linee guida del CEBS, in realtà, non fa altro che riproporre i criteri di valutazione della "credibilità ed accettazione da parte del mercato" stabiliti direttamente nell'All. VI, parte 2, punto 2.1 della CRD, aggiungendo, però, che "[c]ompetent authorities may also wish to consider other indicators of market credibility not mentioned in the CRD. For example, evidence that a large number of institutions plan to use an ECAI's credit assessments for regulatory capital or other purposes may be viewed as an indication of market credibility for the purpose of ECAI recognition". E così, volendo per un attimo guardare in casa nostra, le Istruzioni di Vigilanza della Banca d'Italia (Titolo II, capitolo I, sez. VIII, punto 2, lett. d)) si avvalgono di questa possibilità e rafforzano ulteriormente il requisito della "credibilità-reputazione" all'interno del mercato italiano, stabilendo che ai fini della ricorrenza di questo requisito verrà preso in considerazione "il numero di banche che intendono fare uso dei rating nell'ambito del metodo standardizzato (tale numero non può essere inferiore a 5 e le banche devono avere sede in almeno 3 regioni diverse ed appartenere a gruppi bancari differenti)".

<sup>171</sup>Per una breve esposizione dei contenuti del nuovo accordo "Basilea 3" sia consentito rinviare a ROMANO, *I nuovi requisiti patrimoniali delle banche: approvato l'accordo "Basilea 3"*, in <http://ceradi.fondazionerei.eu/>, settembre 2010.

alla CRD per ovviare alle carenze evidenziate dalla crisi finanziaria, il legislatore comunitario s'è posto anche l'obiettivo di intervenire per rendere le disposizioni relative alla procedura di riconoscimento ECAI coerenti con il Regolamento n. 1060/2009, invitando il CEBS a rivedere i propri orientamenti in materia al fine di evitare inutili duplicazioni negli accertamenti richiesti dalle due normative<sup>172</sup>. Infatti, il Regolamento n. 1060/2009 ha previsto, seppure in maniera un pò contorta, che la procedura di registrazione in esso stabilita e quella di cui alla CRD siano valide e rilevanti ciascuna per il relativo ambito di applicazione. Così, l'agenzia di *rating* che già abbia conseguito lo *status* di ECAI è comunque tenuta a presentare domanda di registrazione ai sensi del Regolamento al fine di poter emettere i *ratings* ai quali si applica la relativa disciplina; viceversa, la registrazione ottenuta ai sensi ed ai fini del Regolamento non sostituisce il riconoscimento richiesto dalla CRD per la prestazione dei servizi di ECAI. Tuttavia, in quest'ultimo caso, la direttiva testé citata ha stabilito che l'avvenuta registrazione ai sensi del Regolamento n. 1060/2009 consente di considerare soddisfatti da parte dell'aspirante ECAI i requisiti di obiettività, indipendenza, revisione costante e trasparenza delle metodologie di valutazione stabiliti dalla CRD<sup>173</sup>. In tal caso, dunque, le autorità competenti ai fini del riconoscimento ECAI dovranno limitarsi alla verifica degli ulteriori criteri stabiliti dalla CRD e tra questi, innanzitutto, quello della "credibilità ed accettazione da parte del mercato", che il legislatore comunitario ha fatto espressamente salvo<sup>174</sup>. Il CEBS, al fine di tener conto delle recenti modifiche, ha prodotto e sottoposto a pubblica consultazione una bozza di revisione delle proprie linee guida, cogliendo l'occasione per apportare ulteriori precisazioni in ordine ai criteri rilevanti in sede di riconoscimento, ritenendo che "[i]n order to achieve a reliable level of market credibility and acceptance as a rating agency, an ECAI should have produced ratings for a minimum period so that widespread and lasting confidence in such ratings can have developed amongst market participants. Generally, CEBS believes that the minimum period should be at least five years for each market segment in which the ECAI applies for recognition"<sup>175</sup>.

In conclusione, dal nuovo quadro regolamentare europeo in materia di *rating* emerge che la fetta di mercato relativa ai servizi ECAI continuerà ad essere

<sup>172</sup>Cfr. considerando 23 Dir. 2009/111/CE.

<sup>173</sup>Il regime descritto nel testo si ricava da una lettura coordinata del considerando 44 e dell'art. 2, par. 3, del Reg. n. 1060/2009 con l'art. 1, nn. 15 e 18, della Dir. 2009/111.

<sup>174</sup>V. art. 1, nn. 15 e 18, Dir. 2009/111; nonché CEBS, *Explanatory note on the review of CEBS's guidelines on the recognition of External Credit Assessment Institutions*, marzo 2010, p. 2: "In line with the amended Articles 81(2) and 97(2) of Directive 2006/48/EC, for CRAs which are registered under the Regulation on CRAs the only criteria that should be assessed in the ECAIs' initial recognition process and on-going review are the technical criteria on 'Credibility and Market Acceptance' and 'Transparency and Disclosure' with respect to their individual credit assessments. The remaining technical criteria are assessed during the registration process under the Regulation on CRAs and are considered to be satisfied for the purposes of the ECAIs' recognition process".

<sup>175</sup>CEBS, *Consultation paper on the draft revised guidelines on the recognition of External Credit Assessment Institutions*, marzo 2010, p. 25. V. anche la *Explanatory note*, cit., p. 2

caratterizzata dalla presenza di alte barriere all'entrata. Si tratta, evidentemente, di una consapevole scelta politica, dal momento che i due provvedimenti – il Reg. n. 1060/2010 e la Dir. 2009/111, la quale, come si è appena detto, ha conservato il requisito della “credibilità ed accettazione da parte del mercato”, che il CEBS tende a rendere ancor più selettivo – nascono nel quadro di un'unico, identico ciclo politico-regolamentare<sup>176</sup>, quello intrapreso a seguito della crisi finanziaria globale. E mentre l'uno (il Regolamento), apparentemente, istituisce un sistema di registrazione attento a non importare a livello normativo meccanismi in grado di consolidare il carattere altamente concentrato del mercato del *rating*; l'altro (la Direttiva) vi si sovrappone in maniera discordante, creando, all'interno di detto mercato, una nicchia elitaria, riservata a quegli operatori che già possano vantare un notevole potere economico.

8. A distanza di un secolo dalla pubblicazione del primo manuale di *Moody's* (*Moody's Analysis of Railroad Investments*, 1909), le agenzie di *rating* sono oggi sottoposte ad una regolamentazione cogente. Gli Stati Uniti hanno iniziato ad assoggettare l'operato di queste imprese a vigilanza pubblica dopo gli scandali societari che avevano segnato l'avvento del nuovo millennio; l'Europa ha intrapreso la stessa strada qualche anno dopo, nel quadro della regolamentazione prodotta in seguito alla crisi finanziaria globale scoppiata nel 2007. Su entrambe le sponde dell'Atlantico sembra essere stato definitivamente chiuso il capitolo dell'autoregolamentazione e le discipline americana ed europea appaiono, allo stato dell'arte, sostanzialmente allineate, pur non mancando differenze significative.

Come sempre avviene di fronte al nuovo, v'è chi manifesta sicuro ottimismo, ritenendo che la strada imboccata sia quella giusta e che grazie ad un'adeguata supervisione potrà aprirsi una nuova stagione in cui la credibilità delle valutazioni che le agenzie diffondono sui mercati non sarà più un prodotto di fede nell'infranto dogma del capitale reputazionale, ma potrà finalmente essere valutata con cognizione di causa, grazie all'ausilio delle autorità all'uopo preposte<sup>177</sup>; così come v'è chi, invece, appare fortemente scettico, avanzando la preoccupazione che l'avvento della regolamentazione possa ingenerare negli investitori la falsa impressione che, ora che le agenzie sono sottoposte a vigilanza, i loro giudizi siano maggiormente affidabili, donde il rischio che, paradossalmente, la scelta dell'intervento regolamentare possa tradursi essa stessa nel fattore capace di decretare il fallimento dell'obiettivo di ovviare al cieco e meccanico affidamento che sul *rating* gli investitori hanno dimostrato di nutrire<sup>178</sup>. In maniera ancor più drastica, non manca, infine, chi dubita che i mercati abbiano davvero bisogno delle agenzie di *rating*, ritenendo che

<sup>176</sup>Anzi, di più, essi portano la stessa data d'adozione: 16 settembre 2009.

<sup>177</sup>Cfr. FERRI e LACITIGNOLA, *Le agenzie di rating*, cit., p. 204 ss.

<sup>178</sup>Così AMTENBRINK e DE HAAN, *Regulating Credit Ratings*, cit., p. 1945.

le informazioni rilevanti per valutare il merito di credito di imprese e Stati siano pubblicamente disponibili e che tutto il resto sia superfluo. L'importanza delle agenzie di *rating* discenderebbe solo dalla capacità di vendere licenze regolamentari che per anni è stata loro accordata dalla regolamentazione di istituzioni ed intermediari finanziari<sup>179</sup>.

A parere di chi scrive, la verità sta un pò nel mezzo. Se l'utilità dell'attività di *rog piercing* svolta dalle agenzie di *rating* appare ardua da negare, specie di fronte alla comparsa di prodotti finanziari sempre più complessi che mettono fuori gioco la possibilità di analisi *fai-da-te* anche da parte di investitori sofisticati, occorre però prendere atto che esse hanno fallito e che hanno fallito operando in base ad un modello che faceva affidamento sulla presunta necessità di mantenere alta la loro reputazione e di competere per il favore degli investitori. In assenza di incentivi che spingessero le agenzie ad operare effettivamente in questa direzione, la decisione per una loro regolamentazione non era più procrastinabile<sup>180</sup>. Nello stesso tempo, tuttavia, occorre essere consci che non esiste una panacea regolamentare in grado di risolvere d'un sol colpo tutti i mali che affliggono l'industria del *rating*, ch , anzi, come l'esperienza insegna, la terapia normativa in campo finanziario porta spesso con s  significative controindicazioni<sup>181</sup>. Ad es., tanto la regolamentazione statunitense, quanto quella europea insistono sulla *full disclosure* delle metodologie impiegate dalle agenzie nell'elaborazione delle proprie valutazioni, il che potrebbe s  contribuire a migliorare la percezione del reale significato del *rating*, ma, d'altro canto, potrebbe creare forti disincentivi all'utilizzo delle migliori metodologie disponibili allo stato delle conoscenze ed agli investimenti necessari per aumentarne la qualit , dal momento che la pubblicit  ne metterebbe i risultati a piena disposizione dei concorrenti. Il risultato potrebbe essere un livellamento verso il basso della qualit  dei *ratings* oppure la tendenza delle agenzie a non ottemperare con la dovuta precisione agli obblighi di pubblicit .

Ma v'  un altro aspetto, molto pi  rilevante, sul quale giunge il monito della pi  attenta dottrina e che non dev'essere assolutamente sottovalutato. Si   visto come la recente regolamentazione – seppur con i limiti e le incongruenze di volta in volta evidenziati – tenti di stimolare una maggiore competitivit  nel mercato del *rating* e si   sottolineato come l'ingresso di nuovi operatori sia una soluzione auspicata da molti. Ma, come   stato acutamente rilevato, a fronte dell'assoluta predominanza di un modello di *business issuers-paid*, gli effetti di una maggiore concorrenza potrebbero risultare, paradossalmente, di gran lunga pi  dannosi che benevoli: il risultato sarebbe un numero maggiore di agenzie che competono tra loro per accaparrarsi il favore degli emittenti e ci , verosimilmente, potrebbe creare maggiore spazio per comportamenti oppor-

<sup>179</sup>Cfr. PARTNOY, *Rethinking Regulation*, cit., p. 5 ss.; WHITE, *The Credit Rating Agencies*, cit., p. 12 ss.

<sup>180</sup>Cfr. COFFEE JR., *Rating Reforms*, cit., p. 55 ss.

<sup>181</sup>Nello stesso senso si esprimeva gi  PRESTI, *Le agenzie di rating*, cit., p. 105.

tunistici, fenomeni di arbitraggio e pratiche di *rating shopping*<sup>182</sup>. Pertanto, quello relativo alla elevata concentrazione del mercato del *rating* e quello dei conflitti d'interesse intimamente connessi al modello *issuers-paid* sono problemi che la regolamentazione dovrebbe affrontare tramite norme in grado di operare maniera sinergica e coordinata su entrambi i piani. Un ottimo esempio è dato dalla c.d. *equal-access rule*<sup>183</sup>, che impone di mettere a disposizione di ogni agenzia di *rating* sottoposta alla vigilanza delle competenti autorità le informazioni che l'emittente di strumenti finanziari strutturati abbia fornito all'agenzia incaricata di emettere *rating* su di essi. Questa regola favorisce la concorrenza, dando alle agenzie meno conosciute la possibilità di costruirsi una propria reputazione sul mercato tramite l'emissione di *unsolicited ratings*, e, nel contempo, offre agli investitori la possibilità di rivolgersi eventualmente ad un'agenzia diversa da quella commissionata dall'emittente, al fine di ottenere una *second opinion* scevra dai conflitti d'interesse che tipicamente minacciano l'affidabilità dei *ratings* pagati dall'emittente stesso.

Tuttavia, si tratta di una misura sicuramente insufficiente a stimolare, da sola, il ritorno ad un modello di *business investors-paid* in grado di competere con quello *issuers-paid*<sup>184</sup>. Anzi, sebbene alcuni passi avanti siano stati indubbiamente compiuti per sbrogliare la matassa dei conflitti d'interesse in cui normalmente l'operato delle agenzie di *rating* si trova avviluppato, quello relativo al finanziamento risulta essere il vero nodo ancora irrisolto tanto nella legislazione americana, quanto in quella europea<sup>185</sup>. Si è vietata la consulenza e la presentazione di raccomandazioni in ordine alla “costruzione” di operazioni di finanza strutturata; si è vietata la partecipazione degli analisti alla pattuizione dei compensi; sono state introdotte apposite misure di *governance* ed è stato fatto obbligo di sganciare le retribuzioni dai volumi d'affari delle agenzie; insomma, sono state considerate specifiche situazioni di conflitto d'interessi, ma, “[a]midst all this change, one priority must be insisted upon: the failure to address the «issuer pays» business model, while addressing only more specific conflicts, amounts to re-arranging the deck chairs on the Titanic, while ignoring the gaping hole created by the iceberg”<sup>186</sup>.

<sup>182</sup>In questo senso COFFEE JR., *Rating Reforms*, cit., p. 4, 5, 53. Nella letteratura economica v. BOLTON, FREIXAS e SHAPIRO, *The Credit Ratings Game*, disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=1342986>, p. 15 ss., 35 ss.; SKRETA e VELDKAMP, *Ratings Shopping and Asset Complexity: A Theory of Ratings Inflation*, disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=1295503>, p. 25 ss.

<sup>183</sup>V. *supra*, note nn. 80 e 158.

<sup>184</sup>La regola – che si spera possa presto entrare in vigore anche in Europa – come si è detto, limita il proprio ambito di intervento alla finanza strutturata, il che si spiega col fatto che, mentre rispetto agli strumenti di debito tradizionali i giudizi emessi dalle agenzie sono abbastanza simili e più facilmente comprensibili dal mercato, la maggiore complessità degli strumenti derivati, invece, aumenta lo spazio e gli incentivi allo *shopping*: v. SKRETA e VELDKAMP, *Rating Shopping*, cit., p. 15 ss.

<sup>185</sup>Si tratta di conclusione cui giunge la pressoché totalità dei commentatori: cfr. COFFEE JR., *Rating Reforms*, cit., p. 25; AMTENBRINK e DE HAAN, *Regulating Credit Ratings*, cit., p. 1946; DE BELLIS, *La nuova disciplina europea*, cit., 462.

<sup>186</sup>COFFEE JR., *Rating Reforms*, cit., p. 58. Ad es., nel Reg. CE n. 1060/2009 ad un problema enorme come quello del *rating shopping* è dedicato un semplice considerando – n. 41 – dove si dice che le agen-

Che il problema legato all'*issuers-paid business model* permanga ancora intatto è aspetto di cui gli stessi regolatori si sono, invero, dichiarati consci. Dal momento che non è verosimile ritenere che l'alternativo modello *investors-paid* possa riaffermarsi in maniera spontanea, in assenza di adeguati incentivi che favoriscano le agenzie che lo praticano<sup>187</sup>, sia il *Dodd-Frank Act* sia il Reg. CE n. 1060/2009 contengono previsioni volte, rispettivamente, a commissionare alla SEC ed alla Commissione europea l'elaborazione di studi e di proposte legislative per l'adozione di misure capaci di introdurre una valida alternativa al modello *issuers-paid*.

Attualmente, le ipotesi prese in considerazione tendono ad affiancare al modello *issuers-paid* dei meccanismi volti a sottrarre agli emittenti la possibilità della scelta esclusiva delle agenzie da cui ottenere il *rating*.

Negli Stati Uniti, durante l'*iter* parlamentare del *Dodd-Frank Act* era stato approvato dal Senato un emendamento (c.d. *Franken Amendment*, dal nome del proponente) con cui si stabiliva la creazione di un *Credit Agency Review Board* cui veniva attribuito il compito di selezionare, sotto il controllo della SEC, la NRSRO incaricata di emettere un *rating* preliminare sulle emissioni di prodotti di finanza strutturata. L'emittente rimaneva comunque libero di rivolgersi per proprio conto ad altre agenzie per ottenere *ratings* ulteriori. Alla SEC spettava la fissazione di un tetto massimo per il compenso dovuto all'agenzia selezionata dal suddetto *Board*, al fine di impedire la richiesta di

---

zie di *rating* dovrebbero evitare (non è dato sapere come) situazioni in cui gli emittenti richiedano *ratings* preliminari simultaneamente a più agenzie al fine di individuare quella che offre il *rating* migliore e che sarebbe opportuno che gli emittenti si astenessero dal ricorrere a tali pratiche. È poi stabilito l'obbligo di dare informazione in merito a tutte le richieste di *ratings* preliminari che pervengano alle agenzie, indipendentemente dal fatto che sia stipulato o meno un contratto per l'emissione del *rating* definitivo (All. I, sez. D, parte II, punto 4). Al di là del fatto che tale obbligo sia stato circoscritto solamente ai prodotti finanziari strutturati, della efficacia di disposizioni come questa può seriamente dubitarsi. Invero, per contrastare in maniera efficace l'insorgere delle pratiche collusive e dei trattamenti di favore che il modello *issuers-paid* tipicamente incentiva (*rating shopping*; uso ricattatorio di *unsolicited ratings*; partecipazione degli analisti alla fase di montaggio di operazioni di finanza strutturata; etc.), occorrerebbe accedere su base continuativa al flusso di informazioni scambiate (verosimilmente, in maniera confidenziale) tra agenzie ed entità valutate, tramite misure (intercettazioni, ispezioni *et similia*) che, se possono apparire acconce al mestiere di pubblici ministeri e commissioni d'inchiesta, non possono certo rappresentare un credibile, ordinario strumento di *regulation*. Del resto, anche lo stesso divieto di partecipazione degli analisti alle negoziazioni dei compensi, sebbene fondato su di una valida massima d'esperienza che suggerisce di evitare simili commistioni di ruoli, renderebbe necessaria, al meno, l'adozione di apposite misure organizzative per evitare pratiche interne volte ad aggirare il divieto. Qui la mente corre alle *chinese walls* utilizzate nella disciplina degli intermediari del mercato mobiliare per evitare l'insorgere dei conflitti d'interesse legati alle gestioni polifunzionali. Ma anch'esse, storicamente, non hanno dato buona prova di sé.

<sup>187</sup>In particolare, come rileva COFFEE JR., *Rating Reforms*, cit., p. 31, “[a] «*subscriber pays*» model may be doomed to failure by the «*public goods*» nature of ratings. Because the rating agency cannot effectively prevent the communication of its ratings to non-paying investors once it discloses its ratings to its clients, it cannot capture the full value of the financial information that it creates. For example, a subscriber may leak the rating information to another institutional investor, possibly in return for some reciprocal favor (including disclosure of the rating issued by some other rating agency). As a result, free riders will inevitably acquire and rely on the information without compensating the creator”. In effetti, si è visto (*supra*, nota n. 29) come sia stato proprio il problema del *free riding* derivante dall'abbattimento dei costi di riproduzione e circolazione delle informazioni ad aver indotto, nei primi anni '70, le agenzie di *rating* ad orientarsi verso il modello di *business issuers-paid*. Il problema, ovviamente, si ripropone in maniera enormemente maggiore nell'era dell'informazione digitale e di Internet.

una remunerazione eccessiva da parte dell'agenzia "imposta" all'emittente, ma anche (e soprattutto) per evitare che l'offerta di un compenso particolarmente elevato da parte dell'emittente incorporasse una implicita richiesta di trattamento favorevole. Tramite questa procedura si voleva garantire la produzione di *ratings* in grado di assicurare maggiore indipendenza rispetto a quelli commissionati direttamente dall'emittente e, nello stesso tempo, ovviare ai problemi del *rating shopping*. Tuttavia, nella versione definitiva del *Dodd-Frank Act*, il meccanismo previsto dal *Franken Amendment* non è stato immediatamente posto in vigore, ma è stato reso oggetto di uno studio di fattibilità che la SEC dovrà portare a termine entro due anni<sup>188</sup>.

<sup>188</sup>V. sec. 939F del *Dodd-Frank Act*. Al fine di garantire l'imparzialità nelle scelte del *Board*, ma anche per far sí che tale organismo sia in grado di operare con la necessaria celerità, dato l'enorme volume delle emissioni, è probabile che, ove la SEC decida di sposare il progetto del *Franken Amendment*, verrà utilizzato un meccanismo automatico (ad. es, di estrazione o di rotazione) per la selezione della NRSRO chiamata ad emettere il *rating* iniziale. Tuttavia, come sottolineato da COFFEE JR., *Rating Reforms*, cit., p. 34 ss., una tale scelta potrebbe avere delle conseguenze di non poco conto. In particolare, un tale sistema di selezione meccanica creerebbe scarsi (se non nulli) incentivi a competere in base alla qualità dei *ratings*, dal momento che, in effetti, le agenzie non avrebbero bisogno di assicurarsi il favore degli investitori: "[t]hus, if we are concerned about encouraging factual verification and due diligence, the participants under this system would have little incentive to invest in costly research or conduct factual verification. Effectively, they might behave much like civil servants or tenured academics, placidly enjoying the quiet life". L'Autore, pertanto, suggerisce "to instruct the governmental board that selects the rater [...] to poll institutional investors and select the rater preferred by the most institutions (possibly excluding the rating agency retained by the issuer)". In effetti, in questo modo, la decisione del *Board* dipenderebbe dalla scelta degli investitori, incentivando le agenzie a competere per ottenerne il gradimento. Una parte della letteratura statunitense è giunta a proporre soluzioni che vanno anche oltre quanto previsto dal legislatore, suggerendo l'introduzione un regime obbligatorio tale da richiedere che per ogni *rating* emesso da un'agenzia scelta e remunerata dall'emittente, questi sia tenuto a pagare per (almeno) un altro *rating* emesso da parte di un'agenzia scelta dagli investitori. Ci riferiamo alla proposta di GRUNDFEST e HOCHENBERG, *Investor Owned and Controlled Rating Agencies: A Summary Introduction*, disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=1494527>, *passim*. Secondo gli Autori, la SEC potrebbe intervenire per creare una nuova categoria, quella delle *Investor Owned and Controlled Rating Agencies* (IOCRAs, cioè delle agenzie di *rating* costituite e partecipate dalla comunità degli investitori istituzionali), e stabilire che ogni *rating* che un emittente acquisti da una NRSRO debba essere accompagnato dall'acquisto, a carico dello stesso emittente, di almeno un *rating* emesso da una IOCRAs. Sarebbe così garantita (*rectius*, imposta) la presenza sul mercato di *ratings* non condizionati dagli interessi degli emittenti e, perciò, sicuramente più affidabili, dal momento che, sempre a detta degli Autori, le IOCRAs avrebbero dei forti incentivi ad emettere *ratings* improntati a valutazioni più prudenti di quelle che, invece, il modello *issuers-paid* tende per sua natura a produrre: "considering the incentives of the investor community that would control the IOCRAs, it is important to recognize that aftermarket investors are likely to have balanced incentives that would promote accurate ratings by IOCRAs. Investors who already own a security would, all other factors equal, prefer that the security be upgraded while they hold it, or that it not be downgraded until they have sold it. Investors looking to purchase a security would prefer that it not be upgraded until after they purchase it, or that it be downgraded prior to purchase. Because these investors are on both sides of the market over time, they have incentives to support balanced, accurate aftermarket ratings. At the initial point of issuance, investors would, all other factors equal, prefer to see a lower rating, but only if that rating is followed by a rating upgrade that allows them to exit at a profit. A rating system that low-balls ratings at the time of issuance only quickly to issue upgrades would soon lose the market's confidence. The concern that IOCRAs might be strategically conservative at the point of initial rating thus seems far more theoretical than real. The investment community's interests thus seem to support the issuance of credible ratings that benefit neither buyers nor sellers in the market. In contrast, issuers have a consistent interest in obtaining the highest possible rating". Si tratta di una soluzione che meritava di essere segnalata, anche se occorre dire che neppure essa appare scevra da aspetti di problematicità. In particolare, sin tanto che il *rating* continuasse ad avere delle implicazioni di carattere regolamentare sulla composizione del portafoglio degli investitori istituzionali, neppure l'operato di tali ipotetiche IOCRAs sarebbe esente dal rischio di conflitti d'interesse, dal momento che gli investitori avrebbero tutto l'interesse ad ottenere *ratings* inflazionati per poter assumere posizioni in titoli in realtà maggiormente rischiosi al fine di conseguire più alti rendimenti. Come sottolinea COFFEE JR., *Rating Reforms*, cit., p. 53, "in a bubbly market, no one,

In Europa non sono state ancora avanzate proposte con un tale livello di dettaglio, anche se il Reg. n. 1060/2009, nell'attribuire alla Commissione il compito di valutare praticabili alternative al modello *issuers-paid*, contemplava espressamente la possibilità della istituzione di un'agenzia comunitaria pubblica di *rating* del credito<sup>189</sup>, in modo da fornire al mercato un *benchmark* ulteriore col quale poter comparare i *ratings* delle agenzie private. Si tratta di una possibilità che, durante la fase dei negoziati legislativi, era stata sostenuta dal Parlamento europeo<sup>190</sup>, ma successivamente è tornata particolarmente in auge ed è stata sponsorizzata dalla stessa Commissione. Ciò è avvenuto dopo che le *Big Three* hanno iniziato a rivedere al ribasso le valutazioni di alcuni Stati dell'Eurozona (Grecia, Portogallo, Spagna), destando il sospetto di un progettato piano di lavoro contro l'Euro<sup>191</sup>. A partire dal *downgrade* di *Fitch* sul debito greco, le critiche rivolte verso le grandi agenzie globali si sono fatte sempre più frequenti e feroci. Di fronte al rischio di contagio della crisi da debito pubblico nel cuore dell'Europa, l'idea della creazione di un'agenzia di *rating* comunitaria è stata presa in considerazione dalla Commissione nel maggio 2010; il suo Presidente affermava che ormai si disponeva del *know-how* necessario ed il commissario agli Affari finanziari auspicava la sua messa in funzione già da dicembre. La soluzione piaceva molto alla Germania. Curiosamente, mentre dopo la crisi della finanza strutturata le agenzie di *rating* erano state accusate di aver colpevolmente tardato nel rivedere le valutazioni dei titoli legati alla cartolarizzazione dei mutui *sub-prime*, ora l'addebito diveniva quello di revisioni al ribasso eccessivamente premature. È ancora cronaca di questi giorni. Alla fine, anche a causa delle perplessità che giungevano d'oltremarica, l'idea è stata accantonata e non è stata inclusa tra le proposte di modifica al Regolamento n. 1060/2009 presentate dalla Commissione il 2 giugno 2010, con cui si è piuttosto optato per la supervisione centralizzata in capo all'ESMA. Viste le premesse, il progetto di un'agenzia pubblica a livello comunitario rischiava di nascere con un forte *handicap* di credibilità agli occhi del mercato, tanto erano evidenti gli interessi di natura politica che lo sorreggevano.

Insomma, quella del *rating* è ancora una storia in pieno divenire. Al di là delle impressioni espresse nelle pagine precedenti, un giudizio definitivo sulla bontà delle scelte compiute per regolamentare il fenomeno non è ancora possibile. Le questioni in sospeso sono ancora molte. Sul versante statunitense occorrerà attendere che la SEC implementi con le *rules* di sua competenza le previsioni del *Dodd-Frank Act*, così come dovranno essere attentamente seguiti gli sviluppi del programmato piano di espunzione del *rating* dalla regolamenta-

*including investors, may have a strong interest in learning the truth*".

<sup>189</sup>Cfr. considerando 73 del Reg. CE n. 1060/2009.

<sup>190</sup>Cfr. AMTENBRINK e DE HAAN, *Regulating Credit Ratings*, cit., p. 1947.

<sup>191</sup>Una soddisfacente ricostruzione si trova in BORSA ITALIANA, *Il ruolo delle agenzie di rating nelle crisi dell'Eurozona*, maggio 2010, in [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it).



zione prudenziale di istituzioni ed intermediari finanziari. In Europa la nuova disciplina non è ancora completamente entrata in vigore e bisognerà attendere per conoscere i primi riscontri in merito alla sua applicazione<sup>192</sup>; nel frattempo urge rendere operativa la supervisione unica dell'ESMA, e sarebbe bene che questa fosse resa attributaria di potestà sanzionatoria esclusiva, anziché doverla esercitare in codominio con la Commissione. Su entrambi i fronti andranno, infine, considerate le eventuali soluzioni regolamentari che saranno proposte e/o adottate per risolvere i problemi derivanti dall'*issuers-paid business model*.

Proprio perché la partita non è ancora chiusa e dato che, allo stadio attuale, gli sviluppi futuri verso cui la regolamentazione americana e quella europea paiono orientate divergono sotto aspetti anche molto significativi, è fortemente auspicabile che le prossime mosse siano compiute in base ad una convergenza internazionale maggiore rispetto a quanto sin qui avvenuto. Se c'è una cosa che le crisi insegnano è che i rischi che le alimentano tendono ad essere accumulati anche grazie ai disallineamenti ed alle incoerenze che nel tempo si stratificano nelle maglie della regolamentazione. Tentare di far valere prospettive ed egoismi nazionali o regionali quando si tratta di regolamentare fenomeni economici globali di fronte ai quali, per decenni, la politica è risultata impotente o ha volutamente abdicato, è profondamente illusorio e privo di senso. Proprio in questi giorni indicazioni importanti sulla necessità di affrontare con approccio globale una revisione dell'impiego dei *ratings* a fini regolamentari e ridurre la dipendenza dei sistemi economici dalle valutazioni delle agenzie, giungono dal Financial Stability Board<sup>193</sup>.

Quattordici anni fa, un giornalista americano pronunciò una frase divenuta celebre ed in seguito sovente citata: *“There are two superpowers in the world today, in my opinion. There’s the United States and there’s Moody’s Bond Rating Service. The United States can destroy you by dropping bombs, and Moody’s can destroy you by downgrading your bonds... And believe me, it’s not clear sometimes who’s more powerful”*<sup>194</sup>. Forse, tra qualche anno, la stessa frase dovrà essere ripetuta coniugando i verbi al passato.

---

<sup>192</sup>L'art. 39, par. 1, del Reg. n. 1060/2009 fissa al 7 dicembre 2012 il termine entro cui la Commissione dovrà riferire al Parlamento ed al Consiglio in merito ai risultati prodotti dall'applicazione dello stesso.

<sup>193</sup>FINANCIAL STABILITY BOARD, *Financial Stability Board meets in Seoul*, Press Release, Ref. No. 45/2010, 20 ottobre 2010.

<sup>194</sup>The News Hour with Jim Lehrer: Interview with Thomas L. Friedman (PBS television broadcast), 13 febbraio 1996.