Versione definitiva

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI ROMA TRE

SCUOLA DOTTORALE INTERNAZIONALE DI DIRITTO ED ECONOMIA

"TULLIO ASCARELLI"

XXI CICLO

SEZIONE "CONSUMATORI E MERCATO"

DIPARTIMENTO DI SCIENZE AZIENDALI ED ECONOMICO-GIURIDICHE

AGENZIA DI *RATING* E INFORMAZIONI AL PUBBLICO NELLA LEGGE DRAGHI, DOPO IL RECEPIMENTO DELLA DIRETTIVA "MARKET ABUSE" E L'EMANAZIONE DELLA LEGGE 262/05

RELATORE: CHIAR.MO PROF. MICHELE SANDULLI _____

DOTTORANDO: DR. ANDREA SACCO GINEVRI _____

"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"
(Thomas L. Friedman, 1996)•

•Tratta dall'intervista al giornalista T.L.FRIEDMAN trasmessa il 13 febbraio 1996 da *PBS television broadcast* nel programma *The MacNeil/Lehrer Newshour*.

INDICE SOMMARIO

CAPITOLO PRIMO

INQUADRAMENTO DELLA FATTISPECIE

1. Premessa 5
2. Nozione di "*rating*" e sue caratteristiche essenziali 11
3. Il *rating* come "giudizio" 17
4. Le agenzie di *rating* 22
5. L'attività di *rating* 29
6. La prevenzione dei conflitti di interesse 35
7. L'oligopolio naturale nel mercato del *rating* 43

CAPITOLO SECONDO

RICOSTRUZIONE DELLA NORMATIVA APPLICABILE. PROFILI TIPOLOGICI, VINCOLI DI SISTEMA E LORO RIFLESSI SULLA RESPONSABILITÀ DELLE SOCIETÀ DI *RATING*

1. Origini del fenomeno 48
2. Le tre fasi dell'evoluzione regolamentare 50
3. Le iniziative regolamentari (ivi incluse le normative comunitarie sul "*market abuse*" e sul patrimonio di vigilanza bancario) 70

4. L'ordinamento statunitense sino alla crisi della finanza strutturata del 2007-2009 (il *Credit Rating Agency Reform Act of 2006*) 85
5. Il ruolo delle agenzie di *rating* nella crisi della finanza strutturata 101
6. Le iniziative regolamentari *post* crisi 118
7. L'ordinamento comunitario (principi generali e impatto sul sistema) 128
8. L'ordinamento comunitario (regolamentazione del soggetto e della sua attività) 140
9. L'ordinamento comunitario (normativa di vigilanza) 165
10. Frammenti di normativa italiana (in particolare il ruolo delle società di *rating* nella Legge Draghi, dopo il recepimento della direttiva "market abuse" e l'emanazione della legge 262/05) 173

CAPITOLO TERZO

QUALE REGIME DI RESPONSABILITÀ PER LE SOCIETÀ DI *RATING* ?

1. Il problema della responsabilità delle società di rating: inquadramento 190
2. Gli elementi costitutivi 195
3. *(segue)*: l'ingiustizia del danno da informazione erronea (percorsi evolutivi) 202
4. *(segue)*: il nesso eziologico e l'elemento soggettivo 219
5. La tesi della responsabilità da "contatto sociale" 228

CAPITOLO PRIMO

INQUADRAMENTO DELLA FATTISPECIE

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. Nozione di "*rating*" e sue caratteristiche essenziali. – 3. Il *rating* come "giudizio". – 4. Le agenzie di *rating*. – 5. L'attività di *rating*. – 6. La prevenzione dei conflitti di interesse. – 7. L'oligopolio naturale nel mercato del *rating*.

1. Premessa.

Le crisi finanziarie internazionali manifestatesi nei primi anni del ventunesimo secolo hanno messo in discussione la presunta capacità del mercato e dei suoi operatori di autoregolamentarsi con efficienza.

Le riforme legislative che man mano si sono succedute hanno ampliato e rafforzato la disciplina cogente in materia di mercati finanziari, sia sotto un profilo quantitativo che qualitativo, con l'intento di ripristinare la fiducia dei risparmiatori nel mercato mobiliare.

In quest'ottica è stato ridisegnato e potenziato, negli Stati Uniti e nell'Unione europea, l'apparato normativo che disciplina il ruolo e l'attività di alcuni operatori chiave del mercato finanziario (società di revisione, intermediari, ecc.)[1].

[1] Come osserva correttamente A.MAZZONI, *Osservazioni in tema di responsabilità civile degli analisti finanziari*, in *Governo dell'impresa e mercato delle regole*, Scritti giudici per Guido Rossi, Giuffré, Milano, 2002, I, 621-2, la ricerca del "colpevole" è, da sempre, uno strumento per contenere ed esorcizzare il problema vero che, ben più della turbolenza o dello scandalo in sé, preoccupa i governi: il rischio di un propagarsi incontrollato della sfiducia nel mercato degli investimenti. La fiducia, infatti, è la linfa senza la quale entrerebbe in crisi l'assunto stesso su cui si fonda il capitalismo contemporaneo, cioè l'idoneità del mercato ad attrarre il risparmio e, conseguentemente, a svolgere la sua funzione di allocazione efficiente dello stesso.

È opinione diffusa che fra i vari responsabili delle recenti crisi finanziarie debbano annoverarsi anche le "agenzie di *rating*", ree di aver operato senza la necessaria correttezza e trasparenza anche in ragione della troppa libertà loro consentita da una regolamentazione all'epoca alquanto nebulosa, e a tratti inesistente. E ciò in un contesto in cui il giudizio di *rating* sui prodotti finanziari o sugli emittenti costituisce il principale, e talvolta l'unico, elemento di valutazione della rischiosità di un investimento[2].

Si è assistito, pertanto, a un fervido dibattito intellettuale fra operatori del diritto di ogni tradizione giuridica su quale fosse la migliore azione – legislativa o non – per rendere il più efficiente possibile l'attività di *rating*.

La tendenza più recente è inequivocabilmente quella della regolamentazione del soggetto "agenzia di *rating*" e della sua attività. Con sempre maggior frequenza, infatti, si stanno avvicendando interventi normativi, di natura nazionale e transnazionale, volti a regolamentare lo *status* soggettivo e l'operato delle agenzie di *rating*.

Molteplici sono i profili di interesse che una disamina del fenomeno suscita nell'osservatore italiano, ed è in questa prospettiva che il presente studio si muove.

L'indagine avviene nel rispetto dei principi che guidano, nella tradizione giuridica italiana, l'approfondimento di fenomeni giuridici che interessano i mercati finanziari.

Come è stato autorevolmente rammentato in apertura di un commentario alla riforma dei mercati finanziari italiani del 1998[3], l'ordinamento di una collettività riflette in larga misura il grado di

---

[2] Sul punto si veda F.CAPRIGLIONE, *I «prodotti» di un sistema finanziario evoluto. Quali regole per le banche? (Riflessioni a margine della crisi causata dai mutui* sub-prime*)*, in *Banca e borsa*, 2008, I, 53 ss., ove l'Autore osserva che, dalla centralità del giudizio di *rating* nell'ottica dell'investitore, «*consegue che l'*agere *degli enti cui tale giudizio è rimesso non esaurisce i suoi effetti nella sfera negoziale della società veicolo e, dunque, di coloro che con questa svolgono attività contrattuale; ma interagisce, indirettamente, anche sulla situazione giuridico patrimoniale di soggetti che, pur essendo terzi rispetto all'attività negoziale in osservazione, si relazionano in qualche modo con questa e ne subiscono le implicazioni*».

[3] Le parole sono di M.SANDULLI, *Sviluppo economico, strumenti finanziari e mercato*, in *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, a cura di A.Patroni Griffi-M.Sandulli-V.Santoro, Giappichelli, Torino, 1999, 1 ss., in apertura di un commentario al d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (nel prosieguo anche "testo unico della finanza" o, *breviter*, "tuf").

evoluzione che essa ha raggiunto e, in ciascun settore, la disciplina giuridica si conforma alla realtà ambientale.

Sovente si assiste a fughe in avanti: in questo caso le riforme restano sulla carta o rapidamente vengono svuotate da continui interventi erosivi.

Altre volte l'ordinamento sembra in ritardo rispetto alla situazione concreta.

Nel caso di specie, a giudizio di molti, si verserebbe in questa seconda ipotesi in quanto il legislatore avrebbe colpevolmente ritardato interventi normativi, ritenuti invece necessari, al fine di disciplinare le agenzie di *rating* e la loro attività caratteristica.

Non v'è dubbio che la salvaguardia della fiducia nel sistema finanziario contribuisca al buon funzionamento e alla competitività dei mercati e costituisca, pertanto, obiettivo primario di tutte le legislazioni più evolute in materia di diritto finanziario[4].

Un'immagine volutamente approssimativa di un mercato finanziario efficiente[5] mette in luce come il risparmio, proveniente strutturalmente dal nucleo che gli economisti sono soliti chiamare "famiglie", debba confluire – in via diretta[6] o indiretta[7] – in favore del

---

[4] Nell'ordinamento italiano, oltre che agli artt. 41 e 47 della Costituzione, tali principi sono codificati, tra l'altro, all'art. 5 del testo unico della finanza. Come osserva G.ROSSI, *I mercati dell'investimento fra diritto ed economia*, in *Riv. soc*., 1991, 967, «*è certo che la tutela dell'investitore dipende largamente dall'efficienza dei mercati e questa a sua volta dalla garanzia nella diffusione corretta delle informazioni*». Di recente L.ENRIQUES, *Il ruolo delle Autorità di vigilanza sui mercati mobiliari nelle controversie conomiche*, in *Riv. trim dir. proc. civ.*, 2009, 695 ss., rammenta «*l'elemento essenziale per il funzionamento dei mercati finanziari, come dimostrano gli eventi di questi mesi, è la fiducia reciproca di coloro che vi partecipano: se questa viene meno, gli effetti possono essere catastrofici. La fiducia è un bene pubblico e poggia su fondamenta assai delicate. In particolare, le fondamenta hanno la particolarità di una forte interconnessione. Detto altrimenti, se crolla una casa in una città per un difetto di costruzione, è una tragedia, l'appaltatore sarà chiamato a risponderne, ,a perlomeno non ne risentono né la città nel suo complesso né, di norma, gli edicifici adiacenti. Nei mercati finanziari, il crollo di una singola "casa" può determinare a catena il crollo dell'intera città*».

[5] L'immagine descritta ricorre in letteratura. *Ex multis* G.GUIZZI, *Mercato finanziario*, in *Enc. dir. (Aggiornamento V)*, Milano, Giuffré, 2001, 747; R.COSTI, *Tutela degli interessi e mercato finanziario*, in *Riv. trim. dir. proc. civ*., 1999, 769 ss.

[6] Mediante l'investimento diretto quando consentito (o comunque tramite gli intermediari autorizzati) in favore delle imprese o degli Stati o di altre entità. Il

settore “imprese”, col minor costo di transizione possibile in capo all’investitore e col beneficio dei prenditori più meritevoli[8].

Al fine di ben oliare il meccanismo di allocazione del risparmio sopra semplicisticamente descritto sono strumentali principi che garantiscano la massima trasparenza e correttezza nei comportamenti degli operatori del mercato, corroborati da completezza e ponderazione dell’informativa che viene offerta al pubblico degli investitori[9].

È noto che «*lo strumento attraverso il quale si confida di portare al mercato finanziario il risparmio delle famiglie (dei cittadini «comuni») è quello dell’informazione, quello dei controlli interni, esterni e pubblici. L’informazione può costituire il momento cardine del rapporto tra risparmiatore e impresa; ma occorre fare attenzione. L’informazione tecnica raggiunge l’intermediario; il risparmiatore*

---

rafforzamento del canale diretto di finanziamento delle imprese ha costituito uno degli obiettivi principali della riforma del diritto societario del 2003. Sul punto si veda, in luogo di molti, A.GAMBINO, *Riflessioni generali*, in *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, Cedam, Padova, 2004, 449 ss.

[7] Tipico esempio di allocazione indiretta del risparmio è l’utilizzo del circuito bancario o assicurativo, in cui gli intermediari bancari o assicurativi si frappongono, seguendo le proprie logiche economiche, nella collocazione del risparmio proveniente dal settore famiglie in favore del settore imprese.

[8] D’altra parte il principio di libera concorrenza nell’esercizio dell’attività economica è volto ad assicurare, fra le imprese, il «*trionfo dei più degni, lasciando giudice della prova il pubblico dei consumatori*», T.ASCARELLI, *Teoria della concorrenza e dei beni immateriali*, Milano, 1960, 30 ss.

[9] Già A.MIGNOLI, *Vecchio e nuovo nel diritto societario*, in *Riv. not*., 1973, 1043 ss., qui tratto da *La società per azioni, problemi-letture-testimonianze*, Giuffré, Milano, I, 2002, 75 ss. riteneva che la massima e migliore “informazione” costituisse obiettivo primario di qualsiasi legislazione in materia finanziaria; nel pensiero dell’Autore «*l’informazione deve essere sentita non già come adempimento di una norma di legge o di regolamento, ma come esigenza di mettere il pubblico in grado di valutare l’andamento degli affari e la convenienza di un investimento, un’informazione rivolta non solo alla (più o meno) ristretta cerchia degli azionisti attuali, ma a tutto il pubblico, dal quale potranno emergere gli azionisti futuri, in uno sforzo di allargamento e di rafforzamento del sistema e di sua moralizzazione*». Più di recente R.RORDORF, *Importanza e limiti dell’informazione nei mercati finanziari*, in *Giur. comm*., 2002, 773 ss., rammenta come «*un’informazione corretta e completa consente dunque che i prezzi siano significativi e rende il mercato efficiente: nel bene o nel male essa orienta il mercato*».

bonus pater familias *non è in grado di valutarla o comunque la recepisce passivamente senza averla analizzata*»[10].

In quest'ottica si comprende la crescente diffusione che lo strumento del *rating* ha ottenuto sulla scena finanziaria internazionale. Esso rappresenta un elemento informativo di estrema utilità per gli investitori, tanto da influenzarne in maniera rilevante il processo decisionale in merito alle opportunità di investimento[11].

Inoltre il *rating*, diversamente da altri strumenti informativi che nell'ottica del legislatore dovrebbero indirizzare le scelte di investimento dei risparmiatori[12], è un elemento conoscitivo idoneo a consentire una consapevole valutazione dell'investitore senza tuttavia

---

[10] Così M.SANDULLI, *Sviluppo economico, strumenti finanziari e mercato*, in *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, a cura di A.Patroni Griffi-M.Sandulli-V.Santoro, Giappichelli, Torino, 1999, 7.

[11] Come osserva il Tribunale di Firenze del 6 luglio 2007, in www.ilcaso.it, «*il rating costituisce un'informazione se non determinante, quanto meno indicativa del tipo di investimento che si è in procinto di effettuare e la sua mancata indicazione rappresenta la violazione dei più elementari obblighi informativi. L'intermediario pertanto ha il preciso obbligo di segnalare al risparmiatore in modo non generico ed approssimativo la natura dell'investimento alla stregua della valutazione operata dalle maggiori agenzie di rating, trattandosi di dato che costituisce fattore idoneo ad influenzare in modo rilevante il processo decisionale dell'investitore*». Sul punto cfr. Tribunale di Pinerolo, 14 ottobre 2005, Tribunale di Catania, 5 maggio 2006, Tribunale di Cagliari, 2 gennaio 2006, in *Resp. civ. prev*., 2007, IV, 912, con nota di G.FACCI, *Il rating e la circolazione del prodotto finanziario: profili di responsabilità*. In tempi non sospetti gli studi statunitensi già dimostravano come per il 79% circa degli investitori non professionali il *credit rating* costituisse l'elemento di valutazione principale sotteso alle proprie scelte di investimento; così F.A.BOTTINI JR, *An Examination of the Current Status of Rating Agencies and Proposals for Limited Oversight of Such Agencies*, in *San Diego Law Review*, 30, 1993, 582. I *credit rating* sono estremamente utili anche per gli investitori professionali che si fanno indicare dai propri clienti finestre di *rating* entro cui investire.

[12] Quali ad esempio i prospetti, i documenti informativi, le scritture contabili, e via discorrendo. Che la disciplina dell'"informazione" abbia assunto la funzione di prevenire abusi da parte delle società emittenti è messo in luce, *ex multis*, da A.GAMBINO, *Limitazione di responsabilità, personalità giuridica e gestione societaria*, in *Il nuovo diritto delle società*, Liber amicorum G.F.Campobasso a cura di P.Abbadessa e G.B.Portale, Utet, Torino, 2006, 53, il quale rammenta come «*al fine di dare all'investimento quella sicurezza che costituisce la prima condizione per l'operatività e lo sviluppo del mercato dei capitali* […] *è divenuto infatti fondamentale negli ultimi decenni il valore dell'*informazione, *che consente agli investitori un costante* monitoraggio *del loro apporto nell'impresa societaria*».

contribuire a quell'inondamento quantitativo di informazioni che, ad avviso della dottrina più moderna, confonde e depotenzia le capacità di diagnosi di chi deve decidere[13].

Attesa la sua natura di informazione sintetica sulle qualità di un prodotto finanziario o del suo emittente – e alla luce della strutturale asimmetria informativa esistente fra emittente e investitore –, il *rating* migliora sensibilmente l'efficienza nell'allocazione del risparmio in quanto per un verso è di facile e immediata comprensione per gli investitori senza presentare particolari costi di utilizzo e, per altro verso, riduce per gli emittenti il costo di raccolta del capitale[14].

---

[13] Appaiono convincenti le critiche rivolte al legislatore dei mercati finanziari da U.MORERA, *Legislatore razionale versus investitore irrazionale: quando chi tutela non conosce il tutelato*, in *AGE*, 2009, 77 ss., ad avviso del quale l'attuale normativa a tutela del risparmio dà luogo ad una vera e propria alluvione di informazioni indirizzate agli investitori con la conseguenza che, per effetto di tale eccesso di elementi informativi, il processo decisionale dei singoli investitori si rivela meno efficiente di quanto invece sarebbe ove le informazioni fossero poche ma mirate ed effettivamente funzionali alla migliore scelta di investimento possibile. Con le parole dell'Autore «*un primo e generale aspetto del comportamento umano che sembra sfuggire al nostro regolatore è quello per cui, usando le parole del filosofo e operatore di borsa Nassim Nicholas Taleb, "l'infomazione fa male alla conoscenza". È noto l'esperimento in cui a due gruppi di persone viene mostrata la fotografia di un oggetto, completamente sfocata (con l'oggetto quindi irriconoscibile). Al primo gruppo la risoluzione dell'immagine è aumentata in una sequenza di 10 passaggi; al secondo gruppo, soltanto in 5. Posti di fronte alla stessa identica immagine (ad esempio: sesto passaggio per il primo gruppo e terzo passaggio per il secondo gruppo), i membri del gruppo che ha avuto meno passaggi di messa a fuoco riconosceranno prima degli altri l'oggetto rappresentato. Morale: più informazioni riceviamo, più il nostro cervello formula ipotesi durante il percorso e meno "vede" ciò che realmente abbiamo di fronte. È ormai dimostrato che una quantità maggiore di informazioni, rispetto ad una minore, non migliora affatto le capacità di diagnosi di chi deve decidere; tutt'altro. Ovviamente, questo vale anche per le informazioni rese in occasione di un investimento; ma il regolatore del settore non sembra tenerne affatto conto, anzi sembra partire proprio dal convincimento contrario*». Vien da sé che il *rating* – a differenza dei corposi e complessi documenti informativi che devono essere obbligatoriamente messi a disposizione del pubblico in occasione di emissioni od operazioni societarie straordinarie – attesa la sua natura estremamente sintetica ma, al contempo, sofisticata (data la sua provenienza), da un lato agevola la migliore formazione della decisione di investimento (al pari di tutte le informazioni "utili" a tal fine) e, dall'altro lato, non contribuisce al confondimento del risparmiatore in quanto è percepibile e valutabile con immediatezza.

[14] Con le parole di L.J.WHITE, *A New Law for the Bond Rating Industry – For better of for Worse?*, Febbraio 2007, Law&Economics research paper series working paper

*2. Nozione di "*rating*" e sue caratteristiche essenziali.*

Come spesso avviene quando ci si imbatte in un fenomeno giuridico tendenzialmente nuovo, per giunta di importazione straniera, è preliminare delimitare il campo d'indagine fornendo innanzitutto una definizione di massima dell'oggetto d'analisi.

Ai fini del presente studio si intende in primo luogo tratteggiare il contenuto essenziale della nozione oggettiva di "*rating*" (anche detto "*credit rating*" o "valutazione sul merito di credito") per poi ricavare una definizione soggettiva di coloro che i *rating* emettono nello svolgimento della propria attività caratteristica, e cioè di quelle imprese che vengono indifferentemente denominate "agenzie di *rating*" o "società di *rating*".

Trait d'union fra le nozioni oggettiva e soggettiva richiamate è quella di "attività di *rating*" propriamente detta, e cioè quell'attività mediante cui l'agenzia di *rating* formula, pubblica, tiene sotto osservazione ed eventualmente revisiona la valutazione sul merito di credito.

In termini generali e atecnici, il voto di *rating* ha per oggetto il tasso di rischio connesso ad un'attività economica; esso può esprimere la probabilità che il debitore adempia alle proprie obbligazioni alle scadenze predeterminate ovvero, qualora il giudizio si riferisca a prodotti finanziari[15], la misura del rischio associato all'investimento[16].

No. 07-09, New York University school of law, in www.ssrn.com, 7 ss., «*the bond ratings help lenders (bond investors) pierce the fog of asymmetric information so as better to determine the creditworthiness of potential borrowers (bond issuers), while also providing the opportunity for the more creditworthy borrowers to stand out form (and pay lower interest rates than) their less creditworthy peers*».

[15] Poiché il *rating* può avere utilità per l'investitore ove si riferisca a qualsiasi forma di investimento di natura finanziaria che gli venga proposta e che – come tale – sia suscettibile di consentire il movimento del risparmio lungo i binari del mercato finanziario, ai fini di una definizione del "*rating*" si ritiene corretta una nozione che lo qualifichi in senso teleologico sino a farvi ricomprendere il giudizio (avente le caratteristiche che verranno individuate nel prosieguo) su qualsivoglia "prodotto finanziario", intendendosi per tale «*gli strumenti finanziari e ogni altra forma di investimento di natura finanziaria*» (argomentando dall'art. 1, comma 1, lett. u), del testo unico della finanza). La nozione di "prodotto finanziario", infatti, è più ampia di quella di "strumento finanziario" che, a sua volta, ricomprende quella di "valore mobiliare". Sebbene la nozione di *rating* abbia – e debba avere – carattere universale

Limitandoci a una definizione meramente descrittiva del fenomeno, il *rating* consiste nel giudizio, sinteticamente espresso nell'ambito di una scala alfanumerica predeterminata, che viene rilasciato da un soggetto privato, specializzato e indipendente (cc.dd. *credit rating agencies; breviter* CRA o ECAI a seconda del contesto di riferimento) in merito al grado di probabilità di regolare pagamento di capitale e interessi da parte dell'emittente di determinati prodotti finanziari (cd. *issue rating*). Esso può anche essere relativo alla capacità generale dell'emittente di far fronte regolarmente a tutte le proprie obbligazioni (cd. *issuer rating*)»[17].

La nozione oggettiva di *rating* si rinviene anche in atti normativi di diversa origine e portata. Se ne fa menzione, ad esempio, nella Comunicazione della Commissione europea sulle agenzie di *rating* del credito n. 2006/C59/02[18], nella Direttiva 2003/125/CE[19], nella

---

e non certo confinato entro categorie concettuali e terminologiche proprie dell'ordinamento italiano, ai fini meramente descrittivi richiamati nel testo si è dell'avviso che il discorso dell'operatore del diritto italiano debba fare riferimento alla nozione di "prodotto finanziario" ove voglia tracciare il parametro oggettivo cui una valutazione sul merito di credito debba fare riferimento per qualificarsi come *rating* ai fini del presente studio. In argomento, in luogo di molti, M.ONZA-L.SALAMONE, *Prodotti, strumenti finanziari, valori mobiliari*, in *Banca e borsa*, 2009, 567 ss.

[16] In questi termini F.DRIGO, *La responsabilità delle agenzie di* rating *per il danno all'informato*. *L'esperienza statunitense*, in *Rass. dir. civ*., 2006, 488; in sostanza le valutazioni sul merito di credito costituiscono dei giudizi prospettici che informano sulla probabilità, in termini relativi, che il rimborso del capitale e il pagamento degli interessi avvengano secondo i tempi pattuiti. Si suole distinguere fra *rating* dell'emittente e *rating* dello strumento a seconda che il parere sulla probabilità di inadempimento/insolvenza dell'emittente attenga ai suoi obblighi finanziari in generale ovvero ad un determinato debito o titolo, così G.FACCI, *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, in *Contratto e impresa*, 2008, 166.

[17] *Ex multis* G.PRESTI, *Le agenzie di* rating*: dalla protezione alla regolazione*, in Atti del convegno di Courmayeur del 26-27 settembre 2008 su *I nuovi equilibri mondiali: imprese, banche, risparmiatori*, Giuffré, Milano, 2009, 75; L.MANCINELLI, *L'assegnazione di rating da parte delle agenzie: significato, implicazioni e principali aspetti critici*, in *Bancaria*, 2005, 55, nt. 8.

[18] All'art. 2.1, primo periodo, della Comunicazione della Commissione europea sulle agenzie di *rating* del credito n. 2006/C59/02, in Gazzetta Ufficiale dell'Unione europea dell'11 marzo 2006: «*Le agenzie di rating esprimono pareri sul merito di credito di un determinato emittente o strumento finanziario. In altri termini, valutano la probabilità di fallimento di un emittente, o rispetto ai suoi obblighi*

Circolare della Banca d'Italia n. 263 del 27 dicembre 2006[20], nel Regolamento (CE) n. 1060/2009 del 16 settembre 2009 relativo alle agenzie di *rating* del credito[21], nel *Securities and Exchange Act of 1934* statunitense[22], nel regolamento Consob 11971 sugli emittenti[23].

---

finanziari in generale (rating dell'emittente), o rispetto ad un determinato debito o titolo a reddito fisso (rating dello strumento)»

[19] Nel decimo considerando della Direttiva 2003/125/CE del 22 dicembre 2003, recante modalità di esecuzione della Direttiva 2003/6/CE del 28 gennaio 2003 sul *market abuse*, è espressamente precisato che i giudizi espressi dalle agenzie di *rating* non integrano una raccomandazione di investimento ai sensi della Direttiva, ma semplici «*pareri sulla capacità di credito di un particolare emittente o di un particolare strumento finanziario ad una determinata data*».

[20] Il titolo II, capitolo 1, sezione VIII, della Circolare della Banca d'Italia n. 263 del 27 dicembre 2006, e successivi aggiornamenti, con la quale sono stati recepiti le direttive comunitarie 2006/48/CE e 2006/49/CE, sebbene non definisca espressamente i contorni oggettivi del "*rating*", evidenzia tuttavia con chiarezza le caratteristiche che l'attività di *rating* svolta dalle cc.dd. agenzie esterne di valutazione del merito di credito (cc.dd. ECAI) deve possedere affinché le valutazioni da queste ultime attribuite possano essere utilizzate ai fini della vigilanza prudenziale. Secondo la citata normativa e come si vedrà più dettagliatamente nel prosieguo, ai fini del riconoscimento le agenzie di *rating* debbono soddisfare una serie di requisiti – che necessariamente si riflettono sul loro prodotto finale rappresentato dal *rating* – tra cui i seguenti: oggettività, indipendenza, verifica periodica dei giudizi, reputazione sul mercato, trasparenza della metodologia e dei giudizi, conoscibilità delle valutazioni.

[21] All'art. 3, comma 1, lett. a), del Regolamento è contenuta la seguente definizione di "*rating del credito*": «*un parere relativo al merito di credito di un'entità, di un'obbligazione di debito o finanziaria, di titoli di debito, di azioni privilegiate o di altri strumenti finanziari, o di un emittente di un debito, di un'obbligazione di debito o finanziaria, di titoli di debito, di azioni privilegiate o altri strumenti finanziari, emessi utilizzando un sistema di classificazione in categorie di rating stabilito e definito*».

[22] Nel *Securities and Exchange Act of 1934* si legge quanto segue: «*the term "credit rating" means an assessment of the creditworthiness of an obligor as an entity or with respect to specific securities or money market instruments*».

[23] Una nozione di *"valutazione del merito di credito"* è contenuta anche nella normativa secondaria italiana, e precisamente nell'art. 65, comma 2, lett. c) del regolamento della Consob 11971 sugli emittenti, come modificato con delibera n. 15232 del 29 novembre 2005. Ai sensi della norma richiamata per *"valutazioni del merito di credito"* si intendono «*giudizi sul merito di credito degli strumenti finanziari indicati all'articolo 180, comma 1, lettera a), del Testo unico o di un emittente tali strumenti finanziari, destinati ai canali di divulgazione o al pubblico, prodotti utilizzando un sistema di classificazione predefinito*». Per "*canale di divulgazione*" si intende un canale attraverso il quale le informazioni vengono, o è probabile che vengano, rese pubbliche (così l'art. 65, comma 2, lett. g, del

Da una lettura delle definizioni di *rating* formulate in dottrina, in giurisprudenza e in regolamentazioni primarie o secondarie emerge con evidenza come, allo stato, nonostante l'unitarietà del fenomeno sostanziale indagato non vi sia, né a livello normativo né a livello ermeneutico, una definizione di "*rating*" univoca; si riscontra invece l'esistenza di diverse nozioni di *rating*, tra loro parzialmente difformi e con valenza differente a seconda del contesto di riferimento.

L'applicazione delle normative cogenti di origine statunitense e comunitaria è necessariamente confinata entro il perimetro oggettivo rispettivamente previsto dalla definizione di *rating* di volta in volta individuata come rilevante. Ciò nonostante, considerati i caratteri di universalità del *rating,* che per sua natura ha diffusione globale ed è formulato da operatori a dimensione transnazionale, appare di ausilio a fini ermeneutici individuare quali siano gli elementi essenziali che ne costituiscono il contenuto minimo e imprescindibile. Si intende quindi contribuire allo studio del fenomeno partendo da una nozione universalmente applicabile di *rating* che ne evidenzi tutti i caratteri indefettibili; nozione che potrà essere di volta in volta ridisegnata a seconda del contesto, anche normativo, di riferimento.

A seconda del posizionamento lungo la scala alfanumerica di seguito riportata, i *rating* vengono distinti in *investment grade* (a rischio debole) e in *speculative grade* (a rischio elevato). I primi comprendono le dieci migliori tacche (*notches*) di giudizio (cioè quelli da AAA fino a BBB- oppure, nel caso di Moody's, sino a Baa3). I secondi le tacche residue (cioè quelle da BB+ o Ba1 in poi)[24].

Prima di passare alla trattazione dei singoli elementi essenziali che qualificano ciascun *credit rating*, è opportuno riportare la tabella

---

regolamento della Consob 11971 sugli emittenti). Ai sensi dell'art. 180, comma 1, del Tuf, per "*strumenti finanziari*" si intende «*gli strumenti finanziari di cui all'articolo 1, comma 2, ammessi alla negoziazione o per i quali è stata presentata una richiesta di ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato italiano o di altro Paese dell'Unione europea, nonché qualsiasi altro strumento ammesso o per il quale è stata presentata una richiesta di ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato di un Paese dell'Unione europea*».

[24] Per tale distinzione si veda, tra gli altri, G.PRESTI, *Le agenzie di* rating*: dalla protezione alla regolazione*, in Atti del convegno di Courmayeur del 26-27 settembre 2008 su *I nuovi equilibri mondiali: imprese, banche, risparmiatori*, Giuffré, Milano, 2009, 75.

alfanumerica mediante cui le principali agenzie di *rating* (Standard & Poor's, Moody's e Fitch) esprimono il rischio di credito[25]:

Categoria	Moody	S&P	Fitch	% Default	Rischio	Descrizione Emittente	Descrizione Bond
INVESTMENT GRADE SUPERIORE	Aaa	AAA	AAA	0,01%	Minimo	Buona qualità dell'attivo, dimensione consolidate	Obbligazioni di migliore qualità. Pagamento sicuro di interessi e capitale in virtù di margini elevati e stabili nel tempo.
	Aa1 Aa2 Aa3	AA+ AA AA-	AA+ AA AA-	0,02% 0,03% 0,05%	Modesto	Buona qualità e liquidità dell'attivo, buon inserimento di mercato, buona qualità del management, solida capacità di copertura del debito.	Obbligazioni di alta qualità. Margini mano, ampi o stabili, esposti nel lungo periodo al mutamento delle condizioni economiche.
	A1 A2 A3	A+ A A-	A+ A A-	0,05% 0,07% 0,89%	Medio Basso	Soddisfacente qualità e liquidità dell'attivo, qualità del management nella media, standard creditizi normali, capacità di copertura del debito nella media.	Obbligazioni di qualità medio-alta. Garanzia di capitale e interesse adeguati, ma sussistono fattori che rendono scettici sulla capacità futura di rimanere tali.
INVESTMENT GRADE INFERIORE	Baa1 Baa2 Baa3	BBB+ BBB BBB-	BBB+ BBB BBB-	0,13% 0,18% 0,32%	Accettabile	Qualità e liquidità dell'attivo accettabili ma non grado di rischio apprezzabile, standard creditizi normali e più debole capacità	Obbligazioni di qualità media. Pagamento di capitali ed interessi attualmente garantiti ma non altrettanto in futuro.

[25] La tabella è tratta da F.CHIAPPETTA, *Diritto del governo societario*, Padova, Cedam, 2007, 205.

						di copertura del debito.	
NON INVESTMENT GRADE	Ba1 Ba2 Ba3	BB+ BB BB-	BB+ BB BB-	0,53% 0,93% 1,57%	Accettabile con attenzione	Qualità e liquidità dell'attivo accettabili ma con grado di rischio significativo, scarsa diversificazione delle attività, contenuta liquidità e limitata capacità di copertura del debito.	Obbligazioni speculativa. Nel lungo periodo non ben garantite, specie in caso di condizioni economiche sfavorevoli.
	B1 B2 B3 Caa1	B+ B B- CCC+	B+ B B- CCC	2,64% 4,46% 7,52% 13,00%	Attenzione specifica con monitoraggio continuo	Credito sotto osservazione, qualità dell'attivo accettabile seppur con difficoltà temporanee di liquidità, alta leva finanziaria.	Obbligazioni non desiderabili. Garanzia di capitale e interessi bassa nel lungo periodo.
NON INVESTMENT GRADE INFERIORE	Caa2 Caa3 Ca C	CCC CCC- CC SD	CC C DDD DD	16,00% 20,00% 25,00% 33,00%	Sotto stretta osservazione /Dubbio esito	Credito sotto osservazione, bassa qualità dell'attivo ed elevati problemi di liquidità.	Obbligazioni altamente speculative, spesso inadempienti.
	D	D	D				Obbligazioni con scarse prospettive di pagamento.

Inoltre la maggior parte dei *rating* incorpora un *outlook* (prospettiva), che indica la tendenza attesa del *rating* e può essere stabile, positiva o negativa a seconda che la prospettiva del *rating* sia di mantenimento della categoria in essere, di miglioramento o di

peggioramento[26]. In sostanza l'*outlook* esprime una valutazione sulle variazioni di *rating* ritenute più probabili nel medio-lungo termine. In ogni caso un *outlook* positivo o negativo non implica che il *rating* venga necessariamente modificato. Ove non dovesse essere possibile segnalare il *trend* atteso del *rating*, l'*outlook* verrebbe indicato come *evolving*[27].

Nel formulare il giudizio sul merito del credito, le agenzie considerano qualsiasi evento futuro che può essere anticipato e che può influenzare le capacità di rimborso dell'emittente (c.d. giudizio prognostico), sulla base di valutazioni analitiche, obiettive ed indipendenti; poiché tale rischio può continuamente variare con il mutare delle condizioni in cui opera l'impresa, od in relazione alle scelte e strategie perseguite, le agenzie di *rating* effettuano un monitoraggio continuo del giudizio ed all'occorrenza intervengono con dei cambiamenti dello stesso[28].

In presenza di nuove informazioni non incorporate nei *rating*, come ad esempio la notizia di una possibile acquisizione od offerta pubblica di acquisto o scambio, essi vengono generalmente messi "sotto osservazione" (c.d. *credit watch*), ad indicare che nel breve periodo i giudizi potrebbero mutare[29].

3. Il rating *come "giudizio".*

In linea di principio qualsivoglia genere di *rating* rappresenta un giudizio sintetico espresso in forme immediatamente comprensibili e

---

[26] G.FACCI, *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, in *Contratto e impresa*, 2008, 167.

[27] L.MANCINELLI, *L'assegnazione di rating da parte delle agenzie: significato, implicazioni e principali aspetti critici*, in *Bancaria*, 2005, 56.

[28] G.FACCI, *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, in *Contratto e impresa*, 2008, 166.

[29] L.MANCINELLI, *L'assegnazione di rating da parte delle agenzie: significato, implicazioni e principali aspetti critici*, in *Bancaria*, 2005, 56. Si noti che i *rating* sono fondati su informazioni riguardanti i flussi di redditi e il bilancio (in particolare l'indebitamento) dell'entità oggetto di giudizio, nonché i risultati finanziari passati. Essi si limitano a dare indicazioni sulla situazione in un dato momento e devono essere pertanto confermati o rivisti periodicamente per tenere conto degli sviluppi, economici o di altro tipo. Sul punto si veda l'art. 2.1, secondo periodo, della Comunicazione della Commissione europea sulle agenzie di *rating* del credito n. 2006/C59/02.

comparabili[30]. Esso costituisce «*a fact of life in modern society where non-specialists want complex information distilled by experts into easy-to-use symbols and rankings*»[31].

La componente valutativa, almeno in parte discrezionale, è connotato essenziale di ogni tipo di *rating*. Tuttavia tale caratteristica non è di per sé sufficiente a differenziare il *credit rating* delle imprese e dei prodotti finanziari – che è oggetto della presente disamina – da tutti le altre tipologie di *rating*.

La società moderna, infatti, conosce una moltitudine di scale di giudizi sintetici espressi in forme immediatamente comprensibili e comparabili: dalla classifiche dei ristoranti e degli alberghi alle critiche cinematografiche sino ai *ranking* delle facoltà universitarie, e così discorrendo. Alcuni *rating* sono attribuiti su base altamente discrezionale[32], altri invece costituiscono una sintesi dei giudizi espressi da una collettività selezionata o da alcuni operatori qualificati[33].

Ogni *rating* (compresi quelli dei ristoranti, dei film o delle università) è idoneo ad orientare le scelte dei consumatori finali e dunque a produrre effetti economici[34].

---

[30] G.PRESTI, *Le agenzie di* rating*: dalla protezione alla regolazione*, in Atti del convegno di Courmayeur del 26-27 settembre 2008 su *I nuovi equilibri mondiali: imprese, banche, risparmiatori*, Giuffré, Milano, 2009, 77.

[31] J.COFFEE JR., *Gatekeepers. The Professions and Corporate Governance,* Oxford, 2006, 283. In termini ancor più generali l'uso comune della parola *rating* indica nella lingua inglese «*a score or a assesment based on how much of a particolar quality something has»* (PONS Dictionary).

[32] Riprendendo la distinzione suggerita da J.COFFEE JR., *Gatekeepers. The Professions and Corporate Governance,* Oxford, 2006, 283, esempi di *rating* altamente discrezionali e soggettivi sono la guida Michelin sui ristoranti, la guida Robert Parker sui vini e le valutazioni della critica cinematografica mentre esempi di rating basati sulle preferenze della collettività o di altri *raters* sono gli oscar di Hollywood.

33 Esistono poi anche i *rating* emessi dai cc.dd. *credit bureau* (anche noti come *consumer credit reporting agencies*), che consistono nella misurazione della capacità di credito dei consumatori e, più in generale, delle persone che non svolgono attività di impresa.

[34] G.PRESTI, *Le agenzie di* rating*: dalla protezione alla regolazione*, in Atti del convegno di Courmayeur del 26-27 settembre 2008 su *I nuovi equilibri mondiali: imprese, banche, risparmiatori*, Giuffré, Milano, 2009, 77.

I *credit rating*, tuttavia, presentano caratteristiche peculiari e ulteriori che li distinguono da tutti gli altri *rating* e ne giustificano sia uno studio a sé stante sia l'assoggettamento ad una disciplina speciale.

L'aver già evidenziato alcuni aspetti essenziali della nozione generale di *rating* consente sin d'ora una fondamentale precisazione: i *credit rating*, a differenza delle opinioni degli analisti finanziari, non costituiscono raccomandazioni di investimento[35] bensì, al pari di tutti gli altri tipi di *rating*, rappresentano meri "giudizi"[36]. Ne deriva che il *rating* non è una certificazione contabile, né una garanzia sull'effettivo pagamento del debito, non rappresenta né una raccomandazione a vendere, comprare o mantenere titoli nel proprio portafoglio né tanto meno un giudizio sull'adeguatezza di un investimento[37].

Ciò posto, vediamo ora alcune fra le principali peculiarità che contraddistinguono il giudizio di *credit rating* rispetto agli altri tipi di *rating.*

In primo luogo si tratta di un giudizio che non si basa semplicemente sulle qualità di un prodotto finito o di prestazioni trascorse, bensì sul grado di probabilità di un evento futuro (giudizio prognostico).

In secondo luogo i *credit rating* incidono in via diretta su quel meccanismo di corretta allocazione del risparmio che, come noto, trova protezione a livello costituzionale (art. 47 Cost.).

---

[35] La differenza fra il giudizio delle agenzie di *rating* e le raccomandazioni di investimento degli analisti finanziari è messa in luce da A.PERRONE, *Le società di* rating, in *La società per azioni oggi. Tradizione, attualità e prospettive*, Atti del convegno di Venezia del 10-11 novembre 2006, Milano, Giuffré, 2007, 1025. In argomento si vedano le considerazioni di V.CARIDI, *Responsabilità degli analisti finanziari*, in *Dir. banc*., 2008, 439 ss.

[36] All'art. 3, comma 2, del Regolamento UE relativo alle agenzie di *rating* del credito, è espressamente affermato che «*(…) non sono considerati rating del credito: a) le raccomandazioni ai sensi dell'articolo 1, punto 3, della direttiva 2003/125/CE della Commissione; b) la ricerca in materia di investimenti ai sensi dell'articolo 24, paragrafo 1, della direttiva 2006/73/CE della Commissione e altre forme di raccomandazioni generali, quali "acquistare", "vendere" o "mantenere", in relazione a operazioni su strumenti finanziari o a obbligazioni finanziarie; o c) pareri in merito al valore di un'obbligazione finanziaria o di uno strumento finanziario*».

[37] L.MANCINELLI, *L'assegnazione di rating da parte delle agenzie: significato, implicazioni e principali aspetti critici*, in *Bancaria*, 2005, 55.

Ancora, i *credit rating* sono tipici esempi di "informativa derivata"[38] e, come tali, costituiscono giudizi formulati non sulla diretta percezione da parte del valutatore delle caratteristiche intrinseche dell'oggetto del giudizio bensì, in massima parte, sulla base dei dati trasmessi all'agenzia dall'entità valutata. Su tali dati l'agenzia di *rating* ripone legittimo affidamento, presumendone la veridicità, la completezza e la correttezza.

Inoltre, poiché le entità oggetto di giudizio presentano un'evoluzione tendenzialmente dinamica e sensibile all'andamento dei mercati, i *credit rating* sono giudizi in continua evoluzione, suscettibili di aggiornamento per riflettere il cambiamento del grado di rischio correlato all'investimento.

Non va dimenticato poi che i *credit rating* si caratterizzano rispetto agli altri tipi di *rating* anche per via del loro contenuto caratteristico (oggetto immediato), che attiene alla valutazione del merito di credito dell'emittente *tout court* ovvero soltanto di un determinato prodotto finanziario. In entrambi i casi le agenzie di *rating* non assegnano una probabilità di insolvenza *ex ante* e assoluta dell'emittente o dell'emissione, bensì definiscono una classifica delle imprese in base alla loro capacità di ripagare il debito attraverso scale alfanumeriche che fanno riferimento in via indiretta al rischio insolvenza[39]. Il criterio di valutazione riposa sul grado di solvibilità[40].

---

[38] Per informativa derivata si intendono «*quei flussi informativi che non sono prodotti dagli emittenti ma da soggetti "terzi" in ciò specializzati: principalmente gli analisti finanziari e le società di rating*», C.RABITTI BEDOGNI, *L'informativa derivata. Le previsioni degli analisti e i giudizi delle agenzie di rating. Problemi attuali e possibili sviluppi regolamentari*, in http://w3.uniroma1.it/dirittomercatifinanziari/Rating.pdf.,1. Sull'argomento M.T.PARACAMPO, *L'informativa finanziaria derivata. Ruolo e responsabilità degli analisti finanziari*, Bari, Cacucci editore, 2008.

[39] Il concetto di insolvenza che rileva ai fini dei credit *rating* non coincide affatto con quello di cui all'art. 5 del r.d. 16 marzo 1942 n. 267, per il cui commento si rinvia a M.SANDULLI, Sub *art. 5 l.f.*, in *Il nuovo diritto fallimentare*, diretto da A.Jorio, Zanichelli, Bologna, *, 2006, 84 ss.; nel contesto dei *credit rating,* infatti, la nozione esatta di rischio di *default* misurato con i *credit rating* ha innanzitutto contorni diversi a seconda di quale agenzia di *rating* abbia formulato il giudizio. Per esempio essa può essere definita come prima scadenza in cui l'emittente omette il dovuto pagamento degli interessi o il rimborso del capitale (così S&P) ovvero in caso di qualsiasi omissione o ritardo di pagamento o di accordi che riducano l'esposizione debitoria o che siano finalizzati ad evitare il *default* (così Moody's).

Infine, per tutta una serie di ragioni che verranno illustrate nel prosieguo, i *credit rating* – a differenza delle altre tipologie di *rating* – hanno oramai assunto in numerosi casi valenza regolamentare e sono ritenuti idonei a ingenerare un legittimo affidamento negli investitori[41]. Da ciò consegue che i *credit rating* sono giudizi a valenza mista, in parte privatistica e in parte pubblicistica, e che per l'effetto le agenzie di *rating* hanno assunto nell'ambito dei mercati finanziari un «*ruolo quasi regolamentare*»[42].

Quest'ultima peculiarità del *credit rating* (*i.e.* valenza mista) è sicuramente, fra tutte, quella più importante. Essa da un lato giustifica l'attenzione che i legislatori più evoluti hanno dedicato ai *credit rating* e, dall'altro, impone all'interprete di tener conto della natura para-pubblicistica di tali giudizi ogniqualvolta si debba indagare sugli obblighi, sulla regolamentazione o sulla responsabilità delle agenzie di *rating*[43].

Da quanto precede si traggono alcune prime considerazioni di sintesi: un *credit rating* costituisce un giudizio a valenza mista (in parte privatistica e in parte pubblicistica), attribuito da un'agenzia di *rating* nell'esercizio dell'attività di *rating* propriamente detta. Tale giudizio presenta le seguenti caratteristiche peculiari: ha ad oggetto il tasso di rischio connesso ad un'attività economica, ha natura prospettica, è idoneo ad incidere sul meccanismo di allocazione del risparmio, è sensibilmente influenzato dall'andamento dei mercati e

---

[40] S.MARULLO DI CONDOJANNI, *Le valutazioni del merito del credito: modifiche all'art. 69-decies reg. Consob 11971/1999*, in *Disciplina dei mercati finanziari e tutela del risparmio*, a cura di F.Martorano e V.De Luca, Giuffré, Milano, 2008, 157

[41] Alla luce di quanto riportato nel testo a F.CAPRIGLIONE, *I «prodotti» di un sistema finanziario evoluto. Quali regole per le banche? (Riflessioni a margine della crisi causata dai mutui* sub-prime*)*, in *Banca e borsa*, 2008, I, 53 ss. «*appare evidente che le società di* rating*, al pari delle società di revisione, svolgono un ruolo* lato sensu *riconducibile agli interessi generali sottesi alla funzione di vigilanza pubblicistica sui mercati finanziari*».

[42] W.BEAVER-C.SHAKESPEARE-M.SOLIMAN, *Differential Properties in the Ratings of Certified vs. Non-Certified Bond Rating Agencies*, June 2006, in www.ssrn.com, 6.

[43] Per un approfondimento degli effetti che gli scopi pubblicistici sottesi ad una normativa producono sull'interpretazione degli obblighi degli operatori nel mercato interessati (nel caso qui citato si trattava delle società di revisione) si veda P.VALENSISE, *La responsabilità delle società di revisione. Considerazioni dopo le prime pronunzie giurisprudenziali*, in *Giur. comm*., 1996, II, 501 ss..

dell'entità valutata nonché dalla quantità e qualità delle informazioni messe a disposizione del valutatore ai fini della propria valutazione.

4. Le agenzie di rating.

L'agenzia (o società) di *rating* è un imprenditore commerciale privato (nella prassi costituito secondo uno dei tipi di società di capitali a seconda dell'ordinamento societario di origine) che esercita professionalmente, e in via prevalente, l'attività di *credit rating*.

L'espressione "agenzia" di *rating* è mutuata da "*mercantile agency*" e "*credit rating agency*", termini con cui sin dalla metà dell'Ottocento venivano identificate le società private che svolgevano servizi di misurazione dei *credit rating* delle imprese[44]. Il riferimento al termine "agenzia", utilizzato per individuare gli imprenditori commerciali collettivi privati che svolgono attività di *credit rating*, ha radici che affondano nella tradizione storica e non assume alcuna valenza giuridica[45].

Premesso che l'attività di *credit rating* costituisce l'esercizio di un'impresa commerciale ai sensi del diritto italiano (ricadendo nelle maglie dell'art. 2195 c.c.), non v'è alcuna norma, primaria o secondaria, che riservi l'esercizio di tale attività ad imprenditori commerciali costituiti in forma societaria ovvero iscritti in appositi albi (non è una c.d. "attività riservata" o "professione protetta").

Tant'è che il codice di comportamento predisposto dalla IOSCO nel 2004 qualifica, in termini volutamente generici, *credit rating*

---

[44] Sul punto si veda F.DRIGO, *La responsabilità delle agenzie di* rating *per il danno all'informato. L'esperienza statunitense*, in *Rass. dir. civ*., 2006, 488, nt. 1.

[45] Sebbene sia pacifico che le agenzie di *rating* siano «*private independent companies that attribute and publish such credit ratings*» e che pertanto «*the name "agency" is this regard misleading, incorrectly suggesting these entities are in any way different form commercial companies, and suggests to call them "credit rating firms"*», nel prosieguo del presente lavoro quando si farà riferimento al termine "agenzie" di rating, in luogo del più corretto "società" di *rating*, lo si intenderà in maniera atecnica e fedelmente alla tradizione stroica del termine. Sull'argomento si veda E.WYMEERSCH-M.KRUITHOF, *Regulation and Liability of Credit Rating Agencies under Belgian Law*, in *The Belgian Reports to the 2006 Utrecht Congress of the International Academy of Comparative Law*, 2006, in www.ssrn.com, 1, nt. 3; cfr. L.J.WHITE, *The Credit Rating Industry: An Industrial Organization Analysis*, in R.M. Levich-G.Majnoni-C.M.Reihnart, *Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System*, Boston, Kluwer Academic Publishers, 2002, 41-64.

agencies (CRAs) «*those entities whose business is the issuance of credit ratings for the purposes of evaluating the credit risk of issuers of debt and debt-like securities*».

Sebbene l'attività di *credit rating* sia liberamente eserbitatile da qualsivoglia imprenditore commerciale senza costrizione alcuna, si registra una crescente proliferazione di normative, nazionali e non, volte ad attribuire rilevanza "quasi-regolamentare" (ciascuna ai propri fini) solo ai *credit rating* prodotti da agenzie di *rating* aventi determinate caratteristiche organizzative (per esempio, e a seconda del contesto, ove munite di personalità giuridica ovvero costituite in forma societaria o ancora in possesso di determinati requisiti strutturali)[46].

Ciò significa che nonostante non sussista, in Italia, alcuna norma che imponga all'agenzia di *rating* di assumere particolari forme giuridiche, ove ciò non accada molte fra le attività di c.d. "*dispensation giver*"[47] (che sono poi quelle più rilevanti e redditizie per le agenzie) non saranno loro consentite.

A titolo esemplificativo si rammenta che la Banca d'Italia può attribuire la qualifica di "agenzie esterne di valutazione del merito di credito" (cc.dd. ECAI), tra l'altro, solo alle società di *rating* «*persone giuridiche*». E lo *status* di ECAI è necessario affinché i *credit rating* da queste emessi possano essere utilizzati dalle banche per la determinazione dei coefficienti di ponderazione volti al calcolo del requisito patrimoniale a fronte del rischio di credito[48]. Si noti, tuttavia,

---

[46] F.PARTNOY, *How and Why Credit Rating Agencies Are Not Like Other Gatekeepers*, *Legal studies research paper series, research paper No. 07-46*, maggio 2006, http://ssrn.com/abstract=9002572006, 3, qualifica la valenza regolamentare che talune normative attribuiscono ai credit rating in termini di "*regulatory licenses*".

[47] Con il termine "*dispensation giver*" la dottrina statunitense mette in luce il ruolo "quasi-regolamentare" delle agenzie di *rating* nel caso in cui il *credit rating* venga utilizzato a fini, appunto, regolamentari. Come scrive J.COFFEE JR, *Turmoil in the U.S.markets: the role of the credit rating agencies*, 22 aprile 2008, relazione del suo intervento dinanzi al Comitato "banking, housing and urban affair" costituito presso il Senato statunitense, a differenza degli altri *gatekeepers* le agenzie di *rating* sovente emettono cc.dd. "*regulatory licenses*" in quanto molti investitori istituzionali possono negoziare solo titoli muniti di un certo livello di *rating*.

[48] Così il paragrafo 1, titolo II, capitolo 1, sezione VIII, della Circolare della Banca d'Italia n. 263 del 27 dicembre 2006, e successivi aggiornamenti, con la quale sono stati recepiti le direttive comunitarie 2006/48/CE e 2006/49/CE.

che il potere della Banca d'Italia si limita ad autorizzare la valenza regolamentare del *rating* emesso dalle ECAI ai fini descritti, ma non comporta un potere di vigilanza continuo sull'agenzia, né poteri sanzionatori da parte dell'autorità di vigilanza[49] nei confronti delle ECAI.

Diversamente, il regolamento adottato dalla Consob con delibera n. 12175 del 2 novembre 1999 – in attuazione dell'art. 2, comma 5, della legge 30 aprile 1999 n. 130 sulla cartolarizzazione dei crediti[50] – stabilisce che gli operatori incaricati di svolgere la

---

Come noto le "*Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche*" (circolare Banca d'Italia 263 del 27 dicembre 2006) prevedono la possibilità per le banche di determinare i coefficienti di ponderazione per il calcolo del requisito patrimoniale a fronte del rischio di credito nell'ambito del metodo IRB (limitatamente alle posizioni verso cartolarizzazioni) e nell'ambito del metodo "standardizzato" sulla base delle valutazioni del merito creditizio rilasciate da "agenzie esterne di valutazione del merito di credito" (ECAI) riconosciute dalla Banca d'Italia.
Il riconoscimento di un'agenzia e la riconduzione dei *rating* ai coefficienti di ponderazione (*mapping*) vengono effettuati dalla Banca d'Italia sulla base dei criteri previsti dalla normativa vigente (cfr. Circolare 263, Titolo II, Capitolo I, Parte prima). Il riconoscimento non configura in alcun modo, nell'oggetto e nella finalità, una valutazione di merito sui giudizi attribuiti dalle ECAI o un supporto alla metodologia utilizzata, in ordine ai quali le agenzie esterne di valutazione del merito di credito restano le uniche responsabili.
Conformemente a quanto sopra la Banca d'Italia ad oggi ha riconosciuto quali ECAI:
(a) Fitch Ratings per tutti i comparti previsti nell'ambito del metodo standardizzato (Titolo II, Capitolo 1, Parte Prima) e per le posizioni verso cartolarizzazioni (Titolo II, Capitolo 2, Parte Seconda);
(b) Moody's Investors Service per tutti i comparti previsti nell'ambito del metodo standardizzato (Titolo II, Capitolo 1, Parte Prima) e per le posizioni verso cartolarizzazioni (Titolo II, Capitolo 2, Parte Seconda);
(c) Standard & Poor's Rating Services per tutti i comparti previsti nell'ambito del metodo standardizzato (Titolo II, Capitolo 1, Parte Prima) e per le posizioni verso cartolarizzazioni (Titolo II, Capitolo 2, Parte Seconda);
(d) Lince per il comparto "imprese e altri soggetti" previsto nell'ambito del metodo standardizzato (Titolo II, Capitolo 1, Parte Prima).
Il riconoscimento riguarda anche le controllate delle ECAI richiamate.

[49] Sul punto M.CLARICH-E.L.CAMILLI, *L'evoluzione del controllo dei rischi finanziari: le competenze della Banca d'Italia e della Consob*, in *Banca impresa e società*, 2009, 45. Gli Autori mettono in luce (pag. 47) come manchi qualsiasi potere generale di vigilanza continua sulle agenzie di *rating* anche ai sensi della legge 30 aprile 1999 n. 130 sulla cartolarizzazione dei crediti.

[50] Sull'argomento si veda T.DE VITIS, *Le società di rating*, in *La cartolarizzazione, commento alla legge n. 130/99*, a cura di P. Ferro-Luzzi e C.Pisanti, Giuffré,

valutazione dei crediti cartolari debbano essere costituiti «*in forma societaria*»[51].

Milano, 2005, 229 ss.; M.MARIANELLO, *Cartolarizzazione e responsabilità della società di* rating, Roma, ed. Mondo Giudiziario, 2004; R.INFRICCIOLI, *La responsabilità delle società di rating nelle operazioni di cartolarizzazione*, in *Mondo banc*., 2008, 43 ss.

L'art. 2, comma 5, della legge 30 aprile 1999 n. 130, «Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti», prevede che la Consob stabilisca con proprio regolamento i requisiti di professionalità e i criteri per assicurare l'indipendenza degli operatori che svolgono la valutazione del rating dei crediti cartolari e l'informazione sugli eventuali rapporti esistenti tra questi e i soggetti che a vario titolo partecipano a ciascuna operazione di cartolarizzazione, anche qualora la valutazione non sia obbligatoria. L'art. 2 del regolamento Consob contiene i requisiti di professionalità degli operatori incaricati di svolgere la valutazione del merito di credito nelle operazioni disciplinate dalla legge n. 130/1999, prevedendo che essi debbano «*essere costituiti in forma societaria*» e essere organizzati in modo che: a) alla formulazione del giudizio sul merito di credito concorrano persone che abbiano maturato un'esperienza direttiva non inferiore a 3 anni in società o strutture aziendali specializzate nella valutazione dei crediti; b) sia prevista, per ciascuna fase in cui si articola la valutazione e per i relativi aggiornamenti, l'utilizzazione di procedure predeterminate e conformi alle prassi internazionali, che assicurino la riservatezza delle informazioni e dei dati acquisiti; c) siano predisposti supporti tecnici e dotazioni di personale adeguati in relazione alla procedure utilizzate ed agli incarichi che si stima di svolgere in ciascun anno. I suddetti requisiti previsti si considerano posseduti dagli operatori attivi nei mercati dell'Unione Europea da almeno tre anni nell'attività di valutazione del merito di credito alla data di entrata in vigore del regolamento. L'art. 3 del regolamento Consob si occupa dell'indipendenza prevedendo che la valutazione del merito di credito nelle operazioni disciplinate dalla legge n. 130/1999 non può essere effettuata da operatori che: a) controllano o sono controllati da uno dei soggetti che partecipano all'operazione; b) sono controllati dal medesimo soggetto che controlla uno dei soggetti che partecipano all'operazione; c) sono collegati ad uno dei detti soggetti.

Il prospetto informativo contiene indicazioni circa i rapporti di partecipazione al capitale che intercorrono tra l'operatore incaricato della valutazione del merito di credito, gli altri soggetti che partecipano all'operazione ed i soggetti che rispettivamente li controllano e ne sono controllati.

Le situazioni di controllo e di collegamento sono definite in base al disposto, rispettivamente dell'art. 93 del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 e dell'art. 2359, comma 3, del codice civile. Per soggetti che partecipano all'operazioni si intendono: il soggetto cedente, la società per la cartolarizzazione dei crediti, i soggetti incaricati della riscossione dei crediti ceduti e dei servizi di cassa e di pagamento e gli altri soggetti che eventualmente partecipano all'operazione a garanzia del pagamento dei debiti ceduti.

[51] R.RORDORF, *Cartolarizzazione dei crediti e tutela del risparmio*, in *Società*, 2000, 1163 rammenta che «*la Consob, alla ricerca di un punto di equilibrio, ha*

Di qui una prima e agevole considerazione: nella prospettiva giuridica italiana all'imprenditore commerciale "agenzia di *rating*" non è imposta obbligatoriamente una determinata forma giuridica a pena di nullità o di esercizio abusivo dell'impresa. Non siamo dinanzi ad un'attività di per sé riservata, quali ad esempio la prestazione dei servizi di investimento ovvero l'attività bancaria o assicurativa. Tuttavia l'utilizzo del *credit rating* a certi fini regolamentari presuppone che l'agenzia che l'ha emesso sia costituita in una forma tale da attribuirle personalità giuridica o, a seconda del caso, semplicemente in forma societaria e che presenti determinati requisiti e caratteristiche che le attribuiscano un particolare *status* soggettivo.

In estrema sintesi, l'esercizio dell'attività di *credit rating* di per sé considerata può essere svolto da qualsivoglia imprenditore commerciale. Ciò significa che, a differenza di altre attività a valenza tipicamente pubblicistica, l'esercizio dell'attività di *rating* non richiede una particolare autorizzazione o abilitazione e, pertanto, non costituisce un'attività riservata o protetta. Tuttavia, non tutti i *credit rating* possono essere utilizzati dagli operatori del mercato a fini regolamentari, ma solo quelli emessi da determinate agenzie di *rating* che presentino certe caratteristiche e, in taluni casi, che siano state riconosciute in possesso di requisiti predeterminati dalle competenti autorità di vigilanza. Da quanto precede derivano conseguenze rilevanti sia sotto il profilo della valenza del *credit rating* - che solo ove sia prodotto da agenzie riconosciute a fini regolamentari può ritenersi a valenza "mista" -, sia in termini di responsabilità civile da *rating* inesatto o incompleto, in quanto tanto più sarà accentuata la valenza pubblicistica del *rating* in questione tanto più sarà legittimo l'affidamento in esso riposto da chi ne fruisce e proporzionalmente accentuata la responsabilità valutativa dell'agenzia[52].

---

innanzitutto stabilito che l'attività in discorso debba essere svolta in forma societaria (pur senza limitazioni di tipo e senza esclusività dell'oggetto), sul presupposto che ciò dovrebbe già garantire almeno un minimo di struttura organizzativa».

[52] Per quanto concerne l'ordinamento finanziario italiano, già nel 1982 G.B.PORTALE, *Informazione societaria e responsabilità degli intermediari*, in *Banca e borsa*, 1982, I, 3 ss., osservava come «*nel nostro sistema, sono ancora interamente da risolvere (e prima ancora da individuare) tutti quei problemi connessi alla inesatta informazione, che invece in altri sistemi dell'area continentale sono stati motivi di ampio dibattito ed hanno trovato avvii di soluzione già a partire dagli ultimi decenni del secolo scorso*».

Conferma della distinzione, in termini di requisiti organizzativi e reputazionali minimi, fra agenzie di *credit rating* riconosciute a fini regolamentari (negli USA le cc.dd. NSRO) e agenzie non riconosciute si rinviene nelle definizioni contenute nel *Securities and Exchange Act of 1934* statunitense, ove è chiaramente disposto che solo le NSRO devono possedere determinati requisiti organizzativi e reputazionali ulteriori e qualificati, da accertarsi da parte dell'autorità di vigilanza[53].

In ogni caso, appartenendo l'attività di *rating* al novero delle imprese commerciali, ove lo Stato di origine dell'agenzia dovesse essere l'Italia, quest'ultima dovrebbe rispettare lo statuto dell'imprenditore commerciale e, qualora si costituisca in forma societaria, potrebbe assumere uno dei tipi di società commerciali, preferibilmente fra quelli che attribuiscono la personalità giuridica ai sensi del diritto italiano.

La ragione di quanto sopra è piuttosto intuitiva.

L'adozione di un tipo societario evoluto, quale è quello rappresentato dalle società di capitali, garantisce i terzi sia circa la sussistenza dei requisiti patrimoniali necessari a far fronte alla propria attività (dato che sussiste una regolamentazione delle operazioni sul capitale), sia sulla necessaria separazione tra partecipazione al capitale

---

[53] Difatti al paragrafo 61 delle definizioni del *Securities and Exchange Act of 1934* si legge, con formula piuttosto generica, che il termine «*credit rating agency*» qualifica qualsiasi soggetto in possesso dei seguenti requisiti: «*(A) engaged in the business of issuing credit ratings on the Internet or through another readily accessible means, for free or for a reasonable fee, but does not include a commercial credit reporting company; (B) employing either a quantitative or qualitative model, or both, to determine credit ratings; and (C) receiving fees from either issuers, investors, or other market participants, or a combination thereof*».
Diversamente, il paragrafo 62 delle definizioni del *Securities and Exchange Act of 1934* qualifica «nationally recognized statistical rating organization» (NSRO) quelle agenzie di *rating* che sono in possesso dei seguenti ulteriori requisiti: «*(A) has been in business as a credit rating agency for at least the 3 consecutive years immediately preceding the date of its application for registration under section 78o-7 of this title; (B) issues credit ratings certified by qualified institutional buyers, in accordance with section 78o7(a)(1)(B)(ix) of this title, with respect to - (i) financial institutions, brokers, or dealers; (ii) insurance companies; (iii) corporate issuers; (iv) issuers of asset-backed securities (as that term is defined in section 1101(c) of part 229 of title 17, Code of Federal Regulations, as in effect on September 29, 2006); (v) issuers of government securities, municipal securities, or securities issued by a foreign government; or (vi) a combination of one or more categories of obligors described in any of clauses (i) through (v); and (C) is registered under section 78o-7 of this title*».

di rischio dell'impresa e professionalità nelle decisioni gestorie, essendo queste ultime tendenzialmente radicate in capo all'organo amministrativo e non ai soci (con intensità variabile a seconda del tipo societario prescelto).

In attuazione di dette esigenze la legislazione primaria italiana già da tempo impone a determinate categorie di imprese che operano nel mercato finanziario (banche, assicurazioni, SIM, Sicav, SGR) l'obbligo di costituirsi secondo il tipo societario più evoluto che il nostro ordinamento conosce: la società per azioni.

L'obiettivo dovrebbe essere quello di estendere – in via normativa ovvero in sede di attribuzione dello *status* di "*dispension giver*" da parte delle competenti Autorità – anche alle società di *rating* che intendano attribuire ai propri giudizi l'attitudine ad essere utilizzati a fini regolamentari l'obbligo di costituirsi secondo il tipo "società per azioni" o altro equivalente ai sensi del diritto dello Stato d'origine.

Presumibilmente il generico riferimento che la normativa italiana e comunitaria fanno alla "persona giuridica" in luogo della società per azioni (o altro equivalente) è dovuto al carattere transnazionale del fenomeno e all'origine prevalentemente estera degli operatori, motivi che giustificano una delimitazione dell'ambito definitorio che abbia caratteri di universalità applicativa a discapito della precisione nell'individuazione delle forme tecniche prescelte.

Da ultimo si rammenta che il Regolamento UE relativo alle agenzie di *rating* del credito nel definire i destinatari delle proprie prescrizioni qualifica l'agenzia di *rating* del credito come «*una persona giuridica la cui attività include l'emissione di rating del credito a livello professionale*».

Nonostante la nozione soggettiva di agenzia di *rating* ai fini del Regolamento UE possa sembrare piuttosto lata quanto alla forma giuridica da adottarsi, una lettura attenta dell'allegato I al Regolamento in materia di indipendenza dell'agenzia e prevenzione dei conflitti di interesse dimostra come in concreto i pregnanti requisiti organizzativi che la stessa deve possedere rendono utilizzabili solo alcuni modelli societari.

In particolare, l'allegato citato prevede che l'agenzia di *rating* del credito disponga di un consiglio di amministrazione o di sorveglianza, che almeno un terzo dei membri del consiglio di amministrazione o di sorveglianza sia indipendente e non partecipi

all'attività di *rating* del credito, che siano adottate disposizioni organizzative e amministrative opportune ed efficaci per prevenire, identificare, eliminare o gestire e rendere pubblici i conflitti di interesse.

Tali prescrizioni organizzative possono all'evidenza essere garantite solo da agenzie di *rating* costituite secondo modelli societari che consentano una siffatta flessibilità e complessità organica e gestionale.

5. L'attività di rating.

Avendo chiarito cosa sia, nella sostanza economica, un *credit rating*, e quale forma giuridica debba caratterizzare un'agenzia di *rating*, è ora più agevole comprendere in cosa consista l'attività di *rating* propriamente detta e quali prescrizioni organizzative e procedimentali debba possedere e osservare un'agenzia di *rating* per condurre correttamente il proprio *business* caratteristico.

Al riguardo alcune premesse si rendono necessarie.

In termini ancora una volta meramente descrittivi, per attività di *rating* si intende tutto il processo che porta un'agenzia di *rating* ad emettere – ovvero a dichiararsi impossibilitata ad emettere – un determinato *credit rating* nonché l'attività di monitoraggio di un giudizio già reso.

Sotto un profilo più tecnico, l'"*attività di rating del credito*" è stata definita come «*analisi dei dati e delle informazioni e valutazione, approvazione, emissione e revisione di rating del credito*»[54].

Nello svolgimento della propria attività caratteristica le agenzie di *rating* godono (*rectius*: devono godere) della massima libertà e autonomia possibile nel predisporre le metodologie, i modelli e le ipotesi di base utilizzati ai fini dell'esercizio della propria attività di valutazione, il tutto però a condizione di rendere pubblici tali metodologie, modelli e ipotesi di base.

In linea di principio un'agenzia di *rating* deve adottare ed applicare effettivamente le misure necessarie a garantire che i *rating*

[54] Così l'art. 3, comma 1, lett. o), del Regolamento UE relativo alle agenzie di *rating.*

che essa emette siano basati su un'analisi accurata di tutte le informazioni di cui dispone e che siano rilevanti per l'analisi da essa condotta in base alle proprie metodologie di *rating*. In sostanza, essa deve disporre di tutte le misure necessarie affinché le informazioni utilizzate ai fini dell'assegnazione di un *rating* siano di qualità sufficiente e provengano da fonti affidabili.

Le metodologie di *rating* utilizzate dalle agenzie devono essere rigorose, sistematiche, continuative e soggette a convalida sulla base dell'esperienza storica (inclusi *test* retrospettivi).

All'attività di emissione dei *rating* sopra richiamata si aggiunge, costituendone complemento imprescindibile, un'attività di monitoraggio dei propri *rating* e di revisione costante degli stessi e delle metodologie utilizzate a cadenze predeterminate nonché, in particolare, quando intervengano modifiche significative che potrebbero incidere sui predetti *rating*. A questi fini le agenzie di *rating* adottano disposizioni interne per sorvegliare l'impatto che le variazioni delle condizioni macroeconomiche o dei mercati finanziari esercitano sui *rating*.

Premesso quanto sopra sotto il profilo tecnico, è opportuno precisare che – allo stato attuale della regolamentazione nazionale e transnazionale – non è previsto che le agenzie di *rating* abbiano oggetto sociale esclusivo e, pertanto, alle stesse è consentito lo svolgimento di attività ulteriori rispetto a quella di *rating* propriamente detta, purché non riservate ad operatori appositamente autorizzati e quindi a loro volta soggetti ad obblighi di oggetto esclusivo.

Come verrà dettagliatamente illustrato nel prosieguo, la prestazione di attività ausiliaria, e quindi diversa da quella caratteristica, da parte di un'agenzia di *rating* in favore di emittenti soggetti alla valutazione della stessa pone questioni di potenziale conflitto di interessi e, di conseguenza, è soggetta a particolari forme di prevenzione e monitoraggio.

Affinché l'attività di *rating* possa considerarsi svolta in maniera corretta, trasparente, professionale e imparziale – e che quindi i *credit rating* possano essere utilizzati quali indicatori regolamentari della bontà o meno di un investimento – le agenzie devono condurre la propria attività caratteristica nel rispetto di una serie di requisiti.

I principi organizzativi ed operativi che le agenzie di *rating* devono osservare nella conduzione della propria attività principale

affinché i propri giudizi possano assumere natura di "*regulatory licenses*"[55] possono essere tendenzialmente ricondotti all'interno della seguente esemplificazione: oggettività di giudizio, indipendenza (intesa come assenza di conflitti di interesse), reputazione sul mercato, verifica periodica dei giudizi e trasparenza delle metodologie utilizzate e dei *rating.*

Esaminiamo con ordine, e per il momento in estrema sintesi, ciascun requisito.

Fra tutti i requisiti organizzativi l'oggettività di giudizio è forse il più complesso sotto un profilo tecnico, ma il più facile da individuare da parte di chi è chiamato a riscontrane l'esistenza. Qualsivoglia *rating*, avendo natura di "giudizio" nei termini in precedenza indicati, presenta necessariamente una componente variabile di discrezionalità. Ciò posto, pur nel rispetto della intrinseca discrezionalità che caratterizza ogni tipo di giudizio, le agenzie di *rating* devono obbligatoriamente garantire un elevato *standard* di qualità e integrità nel processo di formulazione del *rating*.

Da tempo si è rilevata l'esigenza di assicurare la più efficace utilizzabilità da parte degli investitori delle indicazioni contenute nei giudizi e nelle opinioni emessi dalle società di *rating*, al fine di una migliore informativa del mercato[56]. A tal proposito viene evidenziata l'importanza di assicurare la fondatezza dell'attività di analisi e la trasparenza delle metodologie adottate nonché delle modalità e procedure di informazione al mercato, alla luce dei potenziali rischi di conflitto di interesse che possono influenzare l'indipendenza di giudizio[57].

L'oggettività delle metodologie di valutazione e giudizio che le società di *rating* adottano può essere garantita e dimostrata, ad esempio, ove esse tengano conto dei fattori rilevanti per discriminare

---

[55] L'espressione ricorre nella letteratura statunitense; si veda *ex multis* F.PARTNOY, *How and Why Credit Rating Agencies Are Not Like Other Gatekeepers*, *Legal studies research paper series, research paper No. 07-46*, maggio 2006, www.ssrn.com, 3.

[56] "Mercato" che, con formula sintetica ma icastica, è stato definito da P.FERRO-LUZZI, *Imprese strumentali-profili di sistema*, in Le imprese strumentali delle fondazioni di origine bancaria, a cura di M.A.Stefanelli, Giuffré, Milano, 2005, 81, come «*l'aggregato, l'insieme degli scambi potenzialmente interferenti*».

[57] C.RABITTI BEDOGNI, *L'informativa derivata. Le previsioni degli analisti e i giudizi delle agenzie di rating. Problemi attuali e possibili sviluppi regolamentari*, in http://w3.uniroma1.it/dirittomercatifinanziari/Rating.pdf., 5.

le caratteristiche specifiche delle diverse posizioni valutate e qualora la loro efficacia sia verificabile, anche a scadenze predeterminate, sulla base di evidenze statistiche relative all'applicazione delle stesse nel passato. Ciò significa che la robustezza della metodologia di valutazione e giudizio può essere valutata alla luce dei dati disponibili in termini di tassi di *default* registrati per le singole classi di *rating* e di tassi di scostamento tra le diverse classi di *rating* nonché, in termini generali, sulla base dell'esperienza applicativa storica e degli errori sistematici rilevati attraverso *test* retrospettivi sui risultati effettivi. Le metodologie, poi, devono essere applicate in modo coerente a tutte le esposizioni appartenenti a una data classe e discriminare in modo adeguato le esposizioni appartenenti a classi diverse.

Ancor più importanti, se vogliamo, sono le misure atte a garantire un'effettiva indipendenza di giudizio in capo alle agenzie di *rating*. Come noto, infatti, le agenzie versano in una situazione di conflitto di interessi strutturale derivante dal fatto che il loro servizio di *rating* è pagato proprio da coloro che sono oggetto di valutazione. Sovente poi gli emittenti che richiedono un *rating* conferiscono alle agenzie anche ulteriori incarichi (remunerati significativamente) distinti dall'attività di *rating*. Sul presupposto che i *credit rating* abbiano un impatto significativo sul funzionamento del mercato e sulla fiducia degli investitori, è essenziale che le agenzie di *rating* operino nel rispetto dei principi di integrità, trasparenza, responsabilità e buon governo affinché i *rating* emessi siano indipendenti, oggettivi e di qualità adeguata[58]. A tali fini è necessario che le agenzie di *rating* stabiliscano politiche e procedure interne appropriate al fine di prevenire, individuare, eliminare o gestire e render trasparente qualsiasi conflitto di interesse e garantire in modo continuativo la qualità, integrità e accuratezza del processo di *rating* e di revisione dello stesso[59].

Limitandoci al momento ad alcuni primi spunti sull'argomento, che verrà poi approfondito nel prosieguo, si rammenta che alcuni presidi organizzativi che le agenzie di *rating* dovrebbero rispettare per beneficiare di autonomia di giudizio e prevenzione da conflitti di interesse sono a titolo esemplificativo i seguenti: (*a*) misure atte ad

[58] Così recita efficacemente il primo considerando del Regolamento UE relativo alle agenzie di *rating* del credito.
[59] Si veda l'ottavo considerando del Regolamento UE relativo alle agenzie di *rating* del credito.

assicurare l'indipendenza rispetto alla proprietà e a evitare che pressioni o condizionamenti esterni, di natura politica o economica, possano compromettere l'oggettività delle valutazioni; (*b*) struttura organizzativa che tenga distinte le attività di *rating* dalle altre attività svolte (cc.dd. *chinese walls*), quali la consulenza e il *marketing*, che possono influire sull'oggettività delle valutazioni; (*c*) regole interne a presidio dei conflitti di interesse in cui versano le persone coinvolte nell'attività di *rating*; (*d*) redditività dell'attività di *rating* e disponibilità di adeguate risorse finanziarie; (*e*) incomunicabilità fra i compensi pagati dai soggetti valutati e la remunerazione spettante alle persone addette all'assegnazione dei *rating*; (*f*) misure atte a garantire autonomia di giudizio rispetto a clienti rilevanti, dai quali proviene una quota significativa dei ricavi; (*g*) requisiti di professionalità ed esperienza in capo al personale addetto alle valutazioni; (*h*) numero adeguato di personale addetto all'attività di *rating* rispetto al volume dell'attività svolta; (*i*) accurate e complete regole interne di governo societario; (*l*) adeguate forme di pubblicità ai conflitti di interesse; (*m*) presenza di una funzione di controllo interno (o di altra funzione) gerarchicamente indipendente dai soggetti responsabili dell'attribuzione dei *rating* ed incaricata di verificare l'effettiva applicazione delle condizioni di indipendenza[60].

In una prospettiva più generale, potrebbe discutersi se alle agenzie di *rating* che operano in Italia possano ritenersi applicabili le regole comportamentali dettate dall'art. 39 del d.lgs. 6 settembre 2005, n. 206 (c.d. codice del consumo). La norma citata descrive i canoni di condotta generale che devono ispirare l'attività commerciale, prevedendo che essa sia improntata al rispetto dei principi di buona fede, di correttezza e di lealtà, valutati anche alla stregua delle esigenze di protezione delle categorie di consumatori. Questa disciplina, sebbene di carattere settoriale, rappresenta «*una rilevante novità nel nostro ordinamento civilistico generale, in quanto tende a definire la "qualità" dell'attività economica commerciale, come un* a priori *rispetto al contenuto ed al regolamento dei rapporti*

[60] La sintesi sopra indicata è tratta dal paragrafo 2, titolo II, capitolo 1, sezione VIII, della Circolare della Banca d'Italia n. 263 del 27 dicembre 2006, e successivi aggiornamenti, con la quale sono stati recepiti le direttive comunitarie 2006/48/CE e 2006/49/CE.

giuridici che nell'ambito dell'attività vengono posti in essere»[61]. L'ampiezza delle categorie concettuali che circoscrivono l'applicazione delle norme del codice del consumo[62], unitamente alla somiglianza di *ratio* che contraddistingue l'apparato normativo sulle regole di condotta degli imprenditori commerciali che entrano in contatto con i consumatori e quello sui *credit rating* che per loro natura sono suscettibili di essere messi a disposizione degli investitori, potrebbero suggerire un'interpretazione dell'art. 39 citato volta a far ricadere all'interno delle sue maglie anche l'attività di *rating* svolta, direttamente o indirettamente, in Italia[63].

---

[61] Così M.SANDULLI, Sub *art. 39 cod. consumo*, in AA.VV., *Codice del consumo*, Commentario a cura di G.Alpa e L. Rossi Carleo, Edizioni scientifiche italiane, Napoli, 2005, 289, il quale evidenzia come l'art. 39 «*nonostante la sua portata letterale di carattere generale, resta funzionale alle materie disciplinate dal Codice ed alla funzione che ha lo stesso di armonizzare e riordinare le normative concernenti i processi di acquisto e di consumo, al fine di assicurare un elevato livello di tutela dei consumatori e degli utenti (art. 1)*». L'art. 39, rubricato «*regole nelle attività commerciali*», apre il Titolo II della Parte III del codice del consumo relativa all'«*esercizio dell'attività commerciale*». L'articolo citato recita: «*Le attività commerciali sono improntate al rispetto dei principi di buona fede, di correttezza e di lealtà, valutati anche alla stregua delle esigenze di protezione delle categorie di consumatori*».

[62] Al di là dell'ampiezza delle definizioni soggettive di "consumatore" e di "professionista", l'art 3, comma 1, lett. e), del codice del consumo definisce in maniera piuttosto estesa anche il "prodotto" prevedendo che per esso debba intendersi «(…) *qualsiasi prodotto destinato al consumatore, anche nel quadro di una prestazione di servizi, o suscettibile, in condizioni ragionevolmente prevedibili, di essere utilizzato dal consumatore, anche se non a lui destinato, fornito o reso disponibile a titolo oneroso o gratuito nell'ambito di un'attività commerciale, indipendentemente dal fatto che sia nuovo, usato o rimesso a nuovo* (…)». Sull'interpretazione necessariamente estensiva della nozione di prodotto si veda E.BELLISARIO, Sub *art. 3 cod. consumo*, in AA.VV., *Codice del consumo*, Commentario a cura di G.Alpa e L. Rossi Carleo, Edizioni scientifiche italiane, Napoli, 2005, 85 ss.

[63] Il tema della soggezione delle agenzie di *rating* che entrano in contatto con investitori italiani alle prescrizioni del codice del consumo potrebbe assumere carattere centrale ai fini della presente disamina. Sono infatti assai persuasive le riflessioni di G.GUIZZI, *Rapporti societari, mercato finanziario e tutela collettiva. Un esercizio interpretativo sull'ambito di operatività dell'azione risarcitoria collettiva*, in *Riv. dir. comm*., 2008, 797 ss., secondo il quale il codice del consumo «*lungi dal proporsi come mera disciplina settoriale, interviene, specie attraverso le disposizioni contenute nella sua parte prima, a definire principi e regole che si applicano a tutti i tipi di relazioni in cui da un lato vi è un'impresa, poi tendenzialmente operante in concorrenza con le altre, e dall'altro vi è – per*

In questo campo la dottrina più avvertita ha evidenziato «*la possibilità di prospettare un'applicazione analogica di alcune delle regole al di là della (apparentemente) rigida definizione di consumatore*»[64].

In ogni caso le regole organizzative di cui le agenzie di *rating* devono munirsi per l'esercizio della loro attività caratteristica dovrebbero di per sé garantire l'osservanza dei *principi di buona fede, correttezza e lealtà* tutelati dalla norma richiamata a prescindere da una sua applicazione diretta al caso di specie.

6. La prevenzione dei conflitti di interesse.

Una pericolosa, e permanente, condizione di conflitto di interessi caratterizza intrinsecamente l'agire delle società di *rating*[65]. Ciò dipende dal tipo di *business model* che le stesse impiegano. I *rating*, infatti, sono solitamente richiesti e pagati dai medesimi emittenti che sono oggetto della valutazione. In tale evenienza i *rating* si basano sia su dati pubblicamente disponibili sia su informazioni che non sono accessibili al pubblico, ma che sono volontariamente rivelate all'agenzia di *rating* dall'emittente.

Può in ogni caso accadere che le agenzie pubblichino *rating* di loro iniziativa, senza richiesta da parte dell'emittente (*unsolicited rating*). In questo caso i *rating* sono generalmente elaborati senza avere accesso ad informazioni non pubbliche[66].

---

riprendere la felice immagine di Irti – "una massa di figure negative", di soggetti che imprese non sono e che non solo si pongono rispetto ad essa in posizione pure tendenzialmente caratterizzata dall'assenza di un "potere negoziale"(…)». Corollario della tesi richiamata potrebbe essere l'applicazione dell'azione risarcitoria collettiva (c.d. *class action*) a qualsiasi caso di lesione del diritto degli investitori a una corretta e trasparente informazione, al fine di poter scegliere consapevolmente tra le diverse alternative di investimento possibili.

[64] In tal senso L.ROSSI CARLEO, *Diritto comunitario. "Legislazione speciale" e "Codici di settore"*, in *Riv. not.*, 2009, 17.

[65] Ad avviso di M.ONADO, *La crisi finanziaria internazionale: le lezioni per i regolatori*, in *Banca impresa e società*, 2009, 1, 5 ss., a partire dal marzo 2007 il sistema finanziario internazionale è precipitato «*nella crisi più grave della storia*» e sul banco degli imputati ci sarebbero i conflitti di interesse degli operatori, ivi inclusi quelli delle agenzie di *rating* .

[66] Si veda la Comunicazione della Commissione europea sulle agenzie di rating del credito 2006/C 59/02. L'attribuzione di *unsolicited rating* può costituire una pratica

Il finanziamento delle società di *rating* attraverso le commissioni pagate dagli emittenti, unitamente al proliferare del *business* dei servizi accessori di consulenza da parte delle agenzie in favore dei medesimi clienti a cui viene attribuito il *rating*, sono tutti fenomeni che possono aprire la strada a comportamenti di *moral hazard* capaci di pregiudicare il mercato[67].

Il problema del conflitto di interessi delle agenzie di *rating* si è sensibilmente acuito con il passaggio, avvenuto intorno agli anni Settanta del ventesimo secolo, dal precedente modello di *business* c.d. *investors-paid*, in cui gli investitori pagavano canoni di abbonamento per ricevere le valutazioni di credito delle agenzie, all'attuale modello di *business* c.d. *issuers-paid*, in cui il *rating* è pagato dagli stessi emittenti oggetto di valutazione[68]. Nel modello *issuers-paid*[69], infatti, la valutazione si rivolge agli investitori ma è commissionata e pagata dagli emittenti, i quali hanno tutto l'interesse a ottenere il *rating* più elevato possibile.

La situazione si fa più preoccupante constatando che le agenzie svolgono anche servizi di consulenza in favore delle imprese di cui valutano i titoli.

Negli ultimi anni l'oligopolio naturale che connota il mercato del *rating*, da cui derivano notevoli barriere all'ingresso di nuovi

---

sleale ove l'agenzia se ne avvalga per reperire nuovi incarichi da parte di quegli emittenti che si sono visti assegnare il *rating* non richiesto. Infatti può accadere che gli emittenti involontariamente valutati ritengano di meritare un *rating* più elevato e a tal fine conferiscano un incarico all'agenzia che ha assegnato l'*unsolicited rating* affinché essa possa rilasciare una nuova valutazione sul merito di credito beneficiando di informazioni riservate in precedenza non conosciute.

[67] *Ex multis*, A.PERRONE, *Le società di* rating, in *La società per azioni oggi. Tradizione, attualità e prospettive*, Atti del convegno di Venezia del 10-11 novembre 2006, Milano, Giuffré, 2007,1030.

[68] La spiegazione sottesa al cambiamento di modello da *investors-paid* a *issuers-paid* si spiega da un lato per la diffusione delle fotocopie a basso prezzo e, dall'altro, dalla percezione da parte degli emittenti che l'esistenza di un buon *rating,* anche in virtù dello sviluppo della normativa regolamentare statunitense, consente la diminuzione del costo di finanziamenti e assicura il successo di collocamenti obbligazionari. Sul punto si veda G.PRESTI, *Le agenzie di* rating*: dalla protezione alla regolazione*, in Atti del convegno di Courmayeur del 26-27 settembre 2008 su *I nuovi equilibri mondiali: imprese, banche, risparmiatori*, Giuffré, Milano, 2009, 80.

[69] Osserva F.PARTNOY, *How and Why Credit Rating Agencies Are Not Like Other Gatekeepers*, *Legal studies research paper series, research paper No. 07-46*, maggio 2006, http://ssrn.com/abstract=9002572006, 5, che al giorno d'oggi circa il novanta per cento delle entrate delle agenzie di *rating* provengono dagli emittenti.

operatori, ha indotto alcune agenzie di minore dimensione e reputazione ad offrire direttamente agli investitori servizi di abbonamento ad una serie di *unsolicited rating*. Ciò nonostante il modello economico assolutamente prevalente rimane quello *issuers-paid*, con diffusione gratuita dei *rating* al pubblico[70].

L'effetto paradossale di quanto sopra - peraltro comune anche ad altri *gatekeepers* (come ad esempio le società di revisione) - è che le agenzie di *rating* sono «*watchdog paid by the persons they have to watch*»[71]. Ove poi si consideri che a tale peculiarità si aggiunge un regime di responsabilità civile nei confronti degli investitori particolarmente favorevole alle agenzie (per le ragioni che verranno esposte nel prosieguo del presente lavoro), si comprende come la situazione di conflitto di interessi strutturale in cui versano le società di *rating* costituisce un *unicum* nel panorama finanziario mondiale[72].

In linea di principio, per evitare potenziali conflitti di interesse, le agenzie di *rating* dovrebbero concentrare la propria attività

---

[70] Scrive M.TONELLO, *Le agenzie di* rating *finanziario. Il dibattito su un modello economico esposto al rischio di conflitti di interessi. Verso un sistema pubblico di controllo?*, in *Contr. e impresa*, 2005, 932, che secondo un'indagine condotta nel 2005 da un organo di stampa economica, nel caso delle due principali agenzie di *rating* mondiali i ricavi provenienti dalla vendita di *unsolicited rating* hanno inciso sul fatturato d'esercizio in misura inferiore all'1%. Cfr. M.FANNI, *Il dibattito in corso sul riconoscimento formale delle agenzie di rating da parte di un'autorità pubblica europea o nazionale interessa in nostro Paese?*, in *Assicurazioni*, 2005, 97 ss.

[71] L'espressione è di J.COFFEE JR, *Turmoil in the U.S.markets: the role of the credit rating agencies*, 22 aprile 2008 (relazione del suo intervento dinanzi al Comitato "*banking, housing and urban affair*" costituito presso il Senato statunitense), 2.

[72] J.COFFEE JR, *Turmoil in the U.S.markets: the role of the credit rating agencies*, 22 aprile 2008 (relazione del suo intervento dinanzi al Comitato "*banking, housing and urban affair*" costituito presso il Senato statunitense), 2, infatti evidenzia la singolarità della posizione delle agenzie di *rating* sia rispetto a quella degli analisti finanziari sia rispetto a quella delle società di revisione. F.PARTNOY, *How and Why Credit Rating Agencies Are Not Like Other Gatekeepers*, *Legal studies research paper series, research paper No. 07-46*, maggio 2006, www.ssrn.com, 13 ss., osserva come mentre alle società di revisione è impedito lo svolgimento di servizi diversi rispetto alla revisione contabile in favore degli emittenti clienti, ciò on avviene per le agenzie di *rating* e ciò rende il conflitto di interessi in capo a queste ultime «*potentially more serious than those at other gatekeepers*». Per quanto concerne l'ordinamento finanziario italiano, l'art. 160 del Tuf sancisce le incompatibilità delle società di revisione, prevedendo che esse non possano prestare una serie di servizi elencati nella norma in favore del soggetto che ha conferito loro l'incarico di revisione contabile.

professionale nell'emissione e revisione di *rating*. Non è certamente opportuno che un'agenzia di *rating* presti con continuità servizi di consulenza all'emittente valutato, o a terzi ad esso collegati, soprattutto ove la consulenza abbia ad oggetto la struttura organizzativa, patrimoniale, economica o industriale dell'emittente o, *a fortiori*, ove si riferisca ad operazioni di finanza strutturata *in itinere*.

Dovrebbe essere tuttavia consentita alle agenzie di *rating* la prestazione di servizi ausiliari qualora ciò non crei potenziali conflitti di interesse con l'emissione e la revisione dei *rating*, e cioè non sia compromessa l'indipendenza e l'integrità nell'esercizio dell'attività caratteristica[73]. Si pensi all'attività strumentale volta alla formulazione di previsioni di mercato, alla valutazione delle tendenze economiche, all'analisi dei prezzi o dei dati nonché ai servizi di distribuzione connessi.

Ciò che taluni regolatori vorrebbero evitare è la prassi, piuttosto ricorrente, per cui le agenzie di *rating* si fanno pagare, dal medesimo cliente, un primo corrispettivo a fronte dell'illustrazione e della spiegazione delle proprie metodologie valutative, ivi inclusa la formulazione di una prospettiva di *rating* che il cliente dovrebbe aspettarsi di ricevere *rebus sic stantibus* e, in un momento successivo ed eventuale – ove la prospettiva di *rating* sia gradita all'emittente – un secondo corrispettivo per il rilascio effettivo del *rating*.

I comportamenti descritti sono idonei a produrre un duplice ordine di conseguenze.

Una prima conseguenza, piuttosto intuitiva e sicuramente negativa, è l'accentuarsi del conflitto di interessi intrinseco che connota l'*agere* dell'agenzia considerato che, ove questa prospettasse al cliente un possibile *rating* al di sotto delle aspettative, rischierebbe di non vedersi richiesto il rilascio effettivo del giudizio con perdita delle remunerazioni legate all'emissione dello stesso[74]. Nondimeno,

---

[73] Così il settimo considerando del Regolamento UE relativo alle agenzie di *rating* del credito.

[74] Rischio evidenziato da J.COFFEE JR, *Turmoil in the U.S.markets: the role of the credit rating agencies*, 22 aprile 2008 (relazione del suo intervento dinanzi al Comitato "*banking, housing and urban affair*" costituito presso il Senato statunitense), 3. Di converso, ove l'agenzia abbia prospettato all'emittente un determinato *rating* le sarà poi difficile discostarsi dalla propria previsione; sul punto F.PARTNOY, *How and Why Credit Rating Agencies Are Not Like Other Gatekeepers*,

allo stato attuale della regolamentazione gli investitori non verrebbero nemmeno a conoscenza della dinamica di eventi illustrata in quanto non sono ancora vigenti normative che impongano ad un'agenzia di *rating* di rendere pubblico il rifiuto, da parte dei propri clienti, di una valutazione sul merito di credito a causa di un'istruttoria da parte dell'agenzia al di sotto delle aspettative dell'emittente.

Una seconda conseguenza, positiva ad avviso di chi scrive, è un potenziale miglioramento della struttura, sostanziale e procedimentale, delle operazioni di emissione di prodotti finanziari – o delle operazioni societarie di natura straordinaria che interessino direttamente o indirettamente l'emittente – che potrebbe derivare dall'aver messo in atto, da parte dell'emittente, i suggerimenti provenienti dalle agenzie di *rating*, al fine (meritevole ove accompagnato da un miglioramento reale del prodotto valutato) di ottenere e/o mantenere un *rating* soddisfacente.

Un esempio dei benefici che tale pratica è idonea a produrre può essere di ausilio.

Accade sovente che le società di grandi dimensioni ove programmino nuove operazioni societarie significative ne informino previamente le agenzie di *rating* che hanno attribuito loro la valutazione sul merito di credito. Queste ultime, come noto, tengono sotto osservazione il *rating* già assegnato per eventualmente adeguarlo al mutare dei presupposti sulla cui base il giudizio era stato formulato.

Tale scambio di informazioni fra emittente e agenzia avviene previa conclusione di appositi impegni di riservatezza ove l'operazione non sia ancora stata resa nota al mercato ovvero in concomitanza con l'annuncio della stessa al pubblico[75].

Legal studies research paper series, research paper No. 07-46, maggio 2006, http://ssrn.com/abstract=9002572006, 15.

[75] In data 2 settembre 2009 il giudice statunitense Shira Scheindlin, del *Southern District of New York*, ha emesso un'*opinion* piuttosto innovativa in merito alla responsabilità delle agenzie di *rating* negli Stati Uniti (si vedano, fra i primi commenti, A.FIANO, *Le agenzie di rating perdono lo scudo della Costituzione Usa*, in Milano Finanza, 12 settembre 2009, 15). Per quanto qui interessa, e rimandando al quarto capitolo l'analisi dell'impostazione seguito in materia di responsabilità, è opportuno notare come l'*opinion* prenda atto del fatto che nelle operazioni di finanza strutturata recenti (i) i titoli oggetto di cartolarizzazione «*typically receive ratings from rating agencies as a condition precedent to purchase*»; e (ii) «*althought a rating agency's role as an unbiased reporter of information typically requires the rating agency to remain independent of the issuers for which it rates notes, the*

Risponde all'interesse dell'emittente mantenere quantomeno inalterato il proprio *rating*, ovvero il *rating* dei prodotti finanziari emessi ancora sul mercato, anche a valle del completamento della nuova operazione straordinaria annunciata. Ciò in quanto un abbassamento del *rating* (c.d. *downgrading*) avrebbe effetti potenzialmente devastanti per l'emittente. Esso potrebbe cagionare un aumento del costo dell'indebitamento (le banche dovrebbero far fronte al maggior rischio connesso al finanziamento con un innalzamento dei tassi) e, talvolta, l'attivarsi di clausole contrattuali penalizzanti (cc.dd. *trigger clauses*, quali ad esempio clausole che ancorino al *dowgrading* un'accelerazione del rimborso di finanziamenti in essere oppure l'obbligo di costituire garanzie). Non può tacersi poi l'eventualità di un possibile decremento dei corsi azionari dell'emittente nel caso in cui per effetto del *dowgrading* gli investitori istituzionali possessori di titoli siano obbligati a vendere in blocco tali titoli sul mercato in ragione di una sopravvenuta perdita dei requisiti di *rating* minimo del prodotto finanziario che costituiva presupposto della sua detenzione.

Alla luce di quanto precede emerge con evidenza quanto sia consistente l'interesse degli emittenti a non subire un abbassamento del *rating* in conseguenza dell'annuncio di operazioni straordinarie che li vedano coinvolti.

D'altro canto è parimenti intuitivo che la decisione di procedere ad operazioni societarie persegue obiettivi di carattere imprenditoriale ritenuti necessari, o quantomeno opportuni, ai fini della migliore realizzazione dell'interesse sociale[76].

Piaccia o non piaccia, il timore di un *downgrading* che la programmata operazione potrebbe determinare pone l'emittente metaforicamente disteso su di un letto di Procuste: da un lato dar

---

Rating Agencies played a more integral role in the structuring and issuing of the […] Notes» (nel caso di specie infatti le agenzie di rating avevano richiesto di incrementare la dotazione patrimoniale iniziale del veicolo di cartolarizzazione). Tuttavia, le critiche provenienti dal giudice Scheindlin non attengono al coinvolgimento *tout court* delle agenzie nel processo di strutturazione dell'operazione finanziaria bensì nell'aver collegato i compensi delle agenzie al successo dell'operazione, quest'ultimo notoriamente ancorato al grado di rating ottenuto dai titoli essendo queste operazioni *rating-driven*.

[76] In merito al significato di interesse sociale, anche alla luce delle recenti modifiche apportate dalla riforma del diritto societario del 2003, si veda, in luogo di molti, M.MAUGERI, *Partecipazione sociale e attività di impresa*. *Profili ricostruttivi*, Giuffrè, Milano, 2008, ove ampi riferimenti bibliografici.

comunque corso all'operazione per beneficiare dei vantaggi e delle sinergie industriali derivanti dal progetto societario ma, dall'altro, correre il rischio di un abbassamento del *rating* con tutte le conseguenze negative che ciò produrrebbe sull'impresa (sopra accennate) e, in ultima analisi, sul valore dei titoli in circolazione.

Poiché l'accezione attualmente prevalente di "interesse sociale" è piuttosto lata e polimorfe[77], nonché tale da abbracciare sia gli obiettivi imprenditoriali dell'impresa, sottesi alla realizzazione dell'operazione, sia l'interesse al valore del titolo in capo ai suoi possessori, potenzialmente pregiudicati dal possibile *downgrading* derivante dall'operazione, nel concreto gli amministratori dell'emittente potrebbero trovarsi dinanzi a un dilemma.

Ecco, una totale insensibilità delle agenzie di *rating* a queste esigenze – in virtù di un presunto principio di precauzione da conflitti di interessi che vorrebbe le agenzie del tutto estranee alle politiche gestionali – potrebbe rivelarsi tutto sommato poco utile sotto il profilo della loro indipendenza di giudizio mentre altamente costoso per gli emittenti e i loro *stakeholders* nei termini anzidetti.

Di qui un invito a non ingessare troppo, né a livello di autodisciplina né a livello normativo, l'attività di consulenza preventiva da parte delle agenzie.

Ove tale servizio sia svolto in maniera corretta, trasparente e senza vincolo di risultato con riguardo alla successiva attribuzione/revisione del *rating*, non v'è alcuna negatività nel fatto che l'agenzia di *rating* offra consulenza professionale nell'indirizzare la costruzione sostanziale e procedimentale dell'operazione societaria. L'agenzia suggerirà l'adozione di quelle prescrizioni tecniche che, a suo avviso, potrebbero rendere l'operazione compatibile con il grado di solvibilità prospettico di cui godeva l'emittente *ante* completamento del progetto annunciato.

---

[77] Sulla nozione dei vari elementi che costituiscono l'interesse sociale è cospicua la giurisprudenza in materia di artt. 2373 e 2441, comma 5 del codice civile. L'interpretazione giurisprudenziale configura l'interesse sociale come l'insieme di quegli interessi che sono comuni ai soci, in quanto parti del contratto di società, e che concernono la produzione del lucro, la massimizzazione del profitto sociale (ovverosia del valore globale delle azioni o delle quote), il controllo della gestione dell'attività sociale, la distribuzione dell'utile, l'alienabilità della propria partecipazione sociale e la determinazione della durata del proprio investimento.

L'intervento di *advisory* delle agenzie di *rating* nella fase di studio delle operazioni societarie contribuisce ad una progettazione delle stesse che garantisca sia il contenimento del rischio sia la stabilità patrimoniale dei soggetti o dei prodotti finanziari coinvolti, il tutto con evidente beneficio per gli *stakeholders* e per il mercato in generale.

Il fatto che un'operazione che è stata realizzata nel rispetto dei suggerimenti delle agenzie di *rating* benefici poi di *rating* migliori di quanto sarebbe altrimenti accaduto non costituisce di per sé una violazione di principi di integrità del *rating*. È piuttosto palese che l'aver impedito *ex ante* (mediante l'attività di consulenza prodromica) il verificarsi di eventi che avrebbero comportato l'abbassamento del *rating* consente agli emittenti di ridurre al minimo il rischio *downgrading*.

Ma di ciò beneficiano tutti e nessuno ne è pregiudicato[78].

Ciò non toglie che l'esame debba essere obiettivo e che ove l'emittente, nonostante abbia osservato i suggerimenti dell'agenzia, a valle dell'operazione presenti comunque rischi di solvibilità maggiori di quelli *ante* operazione, l'agenzia debba comunque procedere alle revisioni del *rating* che si renderanno necessarie[79].

---

[78] Volendo chiudere la parentesi con un'immagine tanto cara alla dottrina statunitense che si è occupata del *rating*, è piuttosto prevedibile che un paziente superi i *test* medici periodici se, *medio tempore*, si è consultato con il medico che lo esamina e ne ha osservato le prescrizioni. Sono note infatti le metafore di cui si avvalgono gli Autori statunitensi per accostare, a fini didattici, la figura dell'agenzia di *rating* e quella del medico. Ad esempio J.Coffee Jr, per confutare la tesi con cui le agenzie affermano che i loro risultati sono statisticamente buoni, replica «*it is if a doctor claimed that none of his patients had ever died, without discosing that he usually resigned when they become seriously ill*».

[79] Si rinvia al prosieguo del presente lavoro un'analisi dell'impatto che l'attività di consulenza dell'agenzia di *rating* è in grado di produrre nella progettazione di operazioni di finanza strutturata. Al momento si rammentano le parole di C.HILL, *Regulating the Rating Agencies*, *Business, Economics and Regulatory Policy*, Working Paper. No. 452022, Georgetown University Law Center, in *www.ssrn.com* 49, nt. 29, la quale, dopo aver osservato come le operazioni di finanza strutturata siano molto più "rating driven" di quanto non lo siano quelle tradizionali, osserva: «*Some commentators have criticized ratings-driven transactions on grounds that the transaction "ought" in some sense to drive the rating and not the other way around. But the criticism is less valid than might initially appear to be the case. If the rating agencies are mistakenly favoring or encouraging a type of transaction—that is, they are treating the transaction more favorably than its fundamentals warrant—the criticism ought to be not that the transaction is ratings-driven but that its treatment*

In astratto l'adozione di alcune misure organizzative potrebbe consentire di ridurre il rischio di conflitti di interessi nell'emissione dei *rating*.

A titolo esemplificativo si segnalano le seguenti: la previsione su base volontaria di un oggetto esclusivo, la presenza massiccia di componenti indipendenti negli organi di governo societario, l'istituzione di comitati per il controllo interno interamente o prevalentemente composti da membri indipendenti, l'adozione di procedure societarie trasparenti nella conduzione di operazioni con parti correlate o in cui uno o più amministratori abbiano un interesse proprio o per conto di terzi, di flussi informativi completi e continui (o a periodicità limitata) fra gli organi di supervisione strategica e quelli più propriamente operativi, l'attribuzione di compensi agli amministratori indipendenti che non siano connessi ai risultati della società di *rating*, la disposizione di un numero adeguato di dipendenti e l'attribuzione di una remunerazione agli stessi non connessa con l'esito delle valutazioni, la previsione di meccanismi di rotazione degli analisti che impediscano il consolidarsi di rapporti di lunga durata fra il *team* interno incaricato del *rating* e l'emittente cliente, l'adozione di procedure che impediscano che gli analisti o le persone che approvano i *rating* presentino proposte o raccomandazioni, formalmente o informalmente, in ordine alla realizzazione di prodotti finanziari in merito ai quali ci si attende che l'agenzia sia chiamata ad emettere un *rating*[80].

7. L'oligopolio naturale nel mercato del rating.

Persino il mercato della revisione contabile, dominato come noto da quattro grandi operatori a dimensione globale (cc.dd. *big*

---

is incorrect. If, by contrast, the rating agencies have identified a set of features that make a transaction easy and appropriate to rate as high quality, the endeavor does not seem so problematic».

[80] Sarebbe altresì opportuno che le agenzie di *rating* adottassero provvedimenti per evitare situazioni in cui gli emittenti richiedano simultaneamente ad un certo numero di agenzie di un *rating* preliminare del prodotto finanziario in modo da individuare quella che offre il *rating* migliore per poi selezionarlo.

four), appare aperto e competitivo ove paragonato con quello del *credit rating*[81].

Sin dall'inizio del ventesimo secolo il mercato dei *credit rating* è stato governato da un duopolio composto da Moody's Investors Services Inc. (nel prosieguo Moody's) e Standard & Poor's Ratings Services (nel prosieguo Standards & Poor's).

Solo di recente una terza società di *rating*, Fitch Investor Service Inc. (nel prosieguo Fitch), ha preso piede in alcuni settori valutativi specifici[82].

Le agenzie di *rating* richiamate hanno la propria sede legale e la propria direzione amministrativa negli Stati Uniti ed operano anche nell'Unione europea tramite società controllate costituite in diverse nazioni[83].

Oltre alle tre maggiori agenzie di *rating* sopra citate operano anche alcune agenzie minori, specializzate in particolari settori. Tra di esse si segnalano Dominion Bond Rating Service (DBRS), Japan Credit Rating Agency Ltd. e Rating and Investment Information Inc. nonché ulteriori società di *rating* operanti a livello locale.

Standards & Poor's e Moody's rappresentano insieme più dell'ottanta per cento del mercato dei *credit rating* mentre Fitch si colloca al terzo posto con circa il quattordici per cento[84].

L'esistenza di un oligopolio così radicato nel settore del *credit rating* rappresenta una consistente barriera all'ingresso di nuovi operatori dando luogo ad un mercato scarsamente concorrenziale. Tale situazione deriverebbe dal legame indissolubile tra affidamento

---

[81] L'osservazione è tratta da J.COFFEE JR., *Gatekeepers. The Professions and Corporate Governance,* Oxford, 2006, 284.

[82] Moody's Investor Services è posseduta da Moody's Corporation (quotata nel New York Stock Exchange - NYSE). Standard & Poor's è posseduta da American publisher Mc Graw-Hill (che è un'entità quotata sul NYSE). Fitch ha due sedi principali a New York City e a Londra, ed è una controllata di French financial company Fimalac (quotata sull'Euronext Paris).

[83] Per quanto concerne il mercato comunitario: Standards & Poor's ha società controllate in Francia, Germania, Italia, Spagna, Svezia e Regno Unito; Moody's ha società controllate in Bulgaria, Cipro, Repubblica Ceca, Francia, Germania, Italia, Spagna, e Regno Unito; Fitch ha società controllate nel Retgno Unito, Francia, Germania, Italia, Polonia e Spagna.

[84] Dati tratti dallo "*Staff working document accompanying the proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Credit Rating Agencies*" della Commissioen europea del 12 novembre 2008, 9.

legittimo che il mercato e i regolatori ripongono nei *credit rating* e la reputazione che l'agenzia si è conquistata negli anni[85].

La preoccupazione sottesa alla scarsa concorrenzialità del mercato del *rating* non è tanto quella che caratterizza tipicamente i mercati olipolistici, e cioè che gli operatori impongano una politica di prezzi artefatta, bensì il timore che le agenzie non curino adeguatamente il livello qualitativo dei servizi resi.

A sostegno dei timori evidenziati si è soliti menzionare il grave ritardo con cui, nelle recenti crisi finanziarie, le agenzie di *rating* hanno declassato le valutazioni del merito di credito di società del cui palese stato di crisi era già stato informato per altre vie il mercato[86].

Sotto una diversa visuale, tuttavia, la presenza di pochi operatori a dimensione globale potrebbe garantire meglio la valenza "universale" dei *rating*. Dal momento che i *credit rating* sintetizzano tutta l'informativa disponibile su una determinata impresa o prodotto finanziario e perseguono il fine di ridurre le asimmetrie informative[87] fornendo al mercato indicatori di facile e immediata comprensione, le valutazioni effettuate dalle agenzie dovrebbero ragionevolmente avere

---

[85] Reputazione che, come osserva J.COFFEE JR., *Gatekeepers. The Professions and Corporate Governance,* Oxford, 2006, 284, «*cannot be acquired overnight*».

[86] Alla fine del 2001 fallisce Enron e fino a quattro giorni prima le sue obbligazioni si fregiavano dell'*investment grade*. Una tempistica analoga si ripete, ad esempio, nel 2003 per Parmalat e nel 2008 con Lehman Brothers. Sul punto *ex multis* G.PRESTI, *Le agenzie di* rating*: dalla protezione alla regolazione*, in Atti del convegno di Courmayeur del 26-27 settembre 2008 su *I nuovi equilibri mondiali: imprese, banche, risparmiatori*, Giuffré, Milano, 2009, 87.

[87] L'importanza di tutti gli strumenti tecnici che perseguono il fine di ridurre le asimmetrie informative strutturalmente presenti sul mercato si coglie nella parole di E.BOCCHINI, *In principio erano le informazioni*, in *Giur. comm*., 2008, 35 ss., il quale osserva che «*il diritto commerciale presuppone una economia di mercatoed è, anzi, il diritto del mercato. Mercato, a sua volta, è un sistema di informazioni decentrate e spontanee che può fallire per una serie di esternalità, tra le quali fanno spicco le asimmetrie informative degli agenti al momento della decisione economico-giuridica. "Il ruolo economico dello Stato" (Stiglitz) è, allora, quello di ridurre se non eliminare le asimmetrie informative e l'incertezza del mercato. In questo modo non solo si realizza la allocazione efficiente, ma anche equa delle risorse a tutela del soggetto debole, portatore di* deficit *informativo. Invero la simmetria informativa nella prospettiva economica costituisce un fattore di allocazione ottimale delle risrse (nel senso paretiano), laddove, nella prospettiva giuridica, tutelando quasi sempre un interesse debole, realizza una allocazione anche equa delle risorse*». Cfr. P.GALLO, *Asimmetrie informative e doveri di informazione*, in *Riv. dir. civ*., 2007, 641 ss.

"valenza universale", vale a dire essere agevolmente confrontabili nell'ambito specifico di elezione.

Si potrebbe dunque ritenere che l'universalità dell'operatore rappresenti strumento idoneo a garantire la valenza universale dei *rating*, quest'ultima a sua volta necessaria affinché le classifiche delle entità valutate siano il più attendibili possibile.

Si noti che l'obiettivo da ultimo menzionato (classifiche composte da giudizi comparabili) è reso particolarmente difficile dall'elevato tasso di discrezionalità che caratterizza il processo di *rating* e che, per l'effetto, rende di per sé incomparabili in modo meccanico e uniforme i diversi *credit rating*[88].

In ogni caso, ove si volesse agire per incrementare la concorrenza nel mercato del *rating,* si potrebbe procedere ad un abbassamento delle barriere normative all'ingresso (per esempio alleggerendo i requisiti reputazionali di cui le agenzie devono essere in possesso affinché i propri *rating* siano utilizzabili a fini regolamentari) e/o imporre uno "spezzettamento" delle società di *rating* esistenti in un'ottica di specializzazione funzionale[89].

È stato tuttavia rilevato come al momento non vi sia alcun indizio dell'esistenza di pratiche anticoncorrenziali nel settore del *rating*[90] e che, in *subiecta materia*, una frammentazione eccessiva del mercato potrebbe essere controproducente, ad esempio inducendo le agenzie di *rating* a procacciarsi nuovi clienti attribuendo loro *rating* eccessivamente favorevoli.

Nel prosieguo del presente lavoro si intende per prima cosa ripercorrere l'evoluzione della normativa sul *credit rating* negli Stati Uniti e nell'Unione europea al fine di desumere e analizzare la disciplina regolamentare allo stato applicabile alle agenzie di *rating*. Una disamina delle regole, primarie e secondarie, che ordinano l'attività di *rating* nel suo complesso e che attribuiscono valenza regolamentare ai *credit rating* ad alcuni fini specifici consente di

---

[88] L.MANCINELLI, *L'assegnazione di rating da parte delle agenzie: significato, implicazioni e principali aspetti critici*, in *Bancaria*, 2005, 58.

[89] Sull'argomento C.RABITTI BEDOGNI, *L'informativa derivata. Le previsioni degli analisti e i giudizi delle agenzie di* rating. *Problemi attuali e possibili sviluppi regolamentari*, in http://w3.uniroma1.it/dirittomercatifinanziari/Rating.pdf., 9.

[90] In tal senso, a chiare lettere, la Comunicazione della Commissione europea sulle agenzie di *rating* del credito n. 2006/C59/02.

definire con esattezza i profili tipologici delle agenzie e i vincoli di sistema a cui la loro attività è soggetta.

Solo dopo aver chiarito il ruolo e la funzione delle agenzie di *rating* sarà possibile fornire alcune indicazioni di principio sulla responsabilità civile in cui esse incorrono, ai sensi del diritto italiano, nei confronti di emittenti valutati, degli operatori qualificati e degli investitori non professionali che fanno uso dei *credit rating*.

La disamina degli aspetti descritti sarà accompagnata dall'evidenziazione degli snodi critici in cui si articola la disciplina vigente, con l'auspicio di fornire qualche suggerimento ermeneutico – entro i confini consentiti dalle norme cogenti – al fine di rendere il più compatibile possibile l'agire delle agenzie di *rating* con i principi di diritto italiani[91].

[91] D'altra parte il "paradosso" che contraddistingue le società di *rating* e il loro successo è tanto noto quanto inusuale: «*rating changes are important, yet they possess little informational value. Credit ratings do not help parties manage risk, yet parties increasingly rely on ratings. Credit rating agencies are not widely respected among sophisticated market participants, yet their franchise is increasingly valuable. The agencies argue that they are merely financial journalists publishing opinions, yet ratings are far more valuable than the opinions of even the most prominent and respected financial publishers*». Le parole sono di F.PARTNOY, *How and Why Credit Rating Agencies Are Not Like Other Gatekeepers*, *Legal studies research paper series, research paper No. 07-46*, maggio 2006, www.ssrn.com, 4; ID, *The paradox of Credit Ratings*, in *Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System*, a cura di R.M Levich a altri, 2002,65-84.

CAPITOLO SECONDO

RICOSTRUZIONE DELLA NORMATIVA APPLICABILE. PROFILI TIPOLOGICI, VINCOLI DI SISTEMA E LORO RIFLESSI SULLA RESPONSABILITÀ DELLE SOCIETÀ DI *RATING*

SOMMARIO: 1. Origini del fenomeno. – 2. Le tre fasi dell'evoluzione regolamentare. – 3. Le iniziative regolamentari (ivi incluse le normative comunitarie sul "*market abuse*" e sul patrimonio di vigilanza bancario). – 4. L'ordinamento statunitense sino alla crisi della finanza strutturata del 2007-2009 (il *Credit Rating Agency Reform Act of 2006*). – 5. Il ruolo delle agenzie di *rating* nella crisi della finanza strutturata. – 6. Le iniziative regolamentari *post* crisi. – 7. L'ordinamento comunitario (principi generali e impatto sul sistema). – 8. L'ordinamento comunitario (regolamentazione del soggetto e della sua attività). – 9. L'ordinamento comunitario (normativa di vigilanza). – 10. Frammenti di normativa italiana (in particolare il ruolo delle società di *rating* nella Legge Draghi, dopo il recepimento della direttiva "market abuse" e l'emanazione della legge 262/05).

1. Origini del fenomeno.

Come già osservato in apertura del presente lavoro, in risposta alle recenti crisi finanziarie[92] si sta registrando una tendenza sempre

[92] Come osserva F.MERUSI, *Per un divieto di cartolarizzazione del rischio di credito*, in *Banca e borsa*, 2009, 253 ss., la crisi degli ultimi mesi non è "economica" bensì "finanziaria" e, a differenza della crisi del 1929 le cui cause sono ancora oggi oggetto di dibattito fra gli studiosi, le cause della crisi attuale sono evidenti: «*la crisi è stata generata dalla cartolarizzazione, in varie forme, del rischio di credito*». Con le parole dell'Autore, il trasferimento progressivo e incontrollato del rischio di credito altro non è che una modesta e sofisticata catena di S.Antonio destinata a provocare il ben noto effetto domino non appena si determina un'insolvenza in qualche punto della catena.

più marcata nel senso della regolamentazione del mercato finanziario e dei suoi principali operatori[93].

Prescindendo in questa sede da una disamina del dibattito sul rapporto fra "diritto" e "mercato" - e cioè su quale dei due sia *locus naturalis* e quale invece *locus artificialis*[94] -, un'osservazione dell'evoluzione economica, sociale e giuridica dell'attività di *rating* rivela come, *in subiecta materia*, il diritto abbia sempre rincorso lo sviluppo economico e sociale del fenomeno e, solo di recente, ne abbia fornito una regolamentazione unitaria e in chiave prospettica tendenzialmente completa.

Per comprendere appieno punti di forza e lacune del vigente quadro normativo sui *credit rating* si rende opportuna una breve ricognizione delle principali tappe dell'evoluzione economica e regolamentare della materia[95].

In estrema sintesi, e volendo semplificare, l'evoluzione dell'attività di *rating* può suddividersi in tre periodi storici: (i) il periodo iniziale, che va dalle origini del fenomeno economico al tramonto del modello *investor-paid* avvenuto verso la metà degli anni Settanta del ventesimo secolo, (ii) il periodo intermedio, che inizia con il passaggio al modello *issuer-paid* e termina con le crisi finanziarie di

---

[93] In tal senso le parole, perentorie, di L.CARDIA, *Discorso del Presidente della Consob nell'incontro annuale con il mercato finanziario*, 13 luglio 2009, in www.consob.it, pp. 4 e 7, il quale ricorda come «*il quadro regolamentare nei principali mercati finanziari si è rivelato non preparato a prevenire e fronteggiare le tensioni indotte dalla crisi e a gestire il fallimento di imprese finanziarie di dimensione transnazionale.* (…) *Senza trasparenza e correttezza non c'è fiducia e senza fiducia non c'è stabilità*». La deriva regolatoria che hanno intrapreso tutti gli ordinamenti legislativi più evoluti rappresenta la reazione al trionfo del pragmatismo mercantile degli ultimi anni in cui avevamo assistito a «*un'eccessiva valorizzazione dell'autonomia (che riduce l'autoresponsabilità), attraverso un agere negoziale non ispirato alla conservazione dei valori individuali della persona (con ovvie implicazioni sul rispetto del sinallagma), con un acritico (e direi spregiudicato) perseguimento dell'interesse dei mercanti, dei venditori di prodotti finanziari che tentano di approfittare dell'intervenuta svalutazione delle regole, del fatto che queste ultime vanno riducendo viepiù la loro funzione disciplinatrice*»; così G.ALPA, *Mercati mondiali in crisi. Ragioni del diritto e cultura globale*, in *Riv. trim. di dir. dell'economia*, in *www.fondazionecapriglione.luiss.it*, 2009, 93-94.

[94] Su cui le pagine di N.IRTI, *L'ordine giuridico del mercato*, Editori Laterza, Bari, 1998; cfr. *ex multis* G.ROSSI, *Diritto e mercato*, in *Riv. soc*., 1998, 1443 ss.

[95] Nella letteratura italiana una ricostruzione dell'evoluzione storica del ruolo delle agenzie di rating e della relativa regolamentazione è offerta da G.FERRI–P.LACITIGNOLA, *Le agenzie di rating*, Bologna, Il Mulino, 2009.

fine millennio, e (iii) il periodo moderno, che arriva sino ai giorni nostri.

Per tentare di evidenziare le caratteristiche più rilevanti che hanno scandito l'evoluzione dei *credit rating* occorre scegliersi una chiave di lettura o, almeno, un punto di osservazione.

Mi sembra fondamentale partire dalla domanda se si sia spostato e come l'equilibrio fra "valenza normativa" dei *credit rating* e "regolamentazione" delle società di *rating*.

Applicando la prospettiva d'analisi sopra individuata a ciascuna delle tre fasi storiche, emerge quanto segue: nel periodo iniziale (1841-1975) i *credit rating* avevano valenza regolamentare minima (e comunque solo a partire dagli anni Trenta in poi) e le società di *rating* non erano soggette a particolari forme di vigilanza; nel periodo intermedio (1975–1997) i *credit rating* iniziano ad assumere una maggiore valenza regolamentare in virtù di alcune normative statunitensi e, *pari passu*, il *Securities and Exchange Act of 1934* distingue per la prima volta le società di *rating* riconosciute e autorizzate (cc.dd. NSRO), uniche a poter assegnare *rating* con valenza regolamentare, da tutte le altre agenzie; nel periodo moderno (1997–2010) i *credit rating* hanno assunto una così diffusa valenza regolamentare, sia negli Stati Uniti che nell'Unione europea, da costituire vere e proprie "*regulatory licenses*" e di riflesso, sebbene con ritardo strutturale, le società di *rating* sono divenute progressivamente sempre più avvinte da vincoli normativi e di autodisciplina.

Una sintetica ricognizione delle principali tappe evolutive dei *credit rating* è necessaria per una migliore comprensione dell'attuale apparato normativo e delle problematiche ad esso sottese.

2. Le tre fasi dell'evoluzione regolamentare.

Il periodo iniziale (1841-1975).

Le origini del fenomeno del *credit rating* sono rintracciabili nell'attività svolta dalle *"mercantile agencies*" (anche note come

"agenzie di *credit report*") negli Stati Uniti del Diciannovesimo secolo[96].

La prima agenzia di *credit report* è costituita negli Stati Uniti nel 1841 da Lewis Tappan. Questi, sfruttando la propria decennale esperienza nel settore della seta, vende giudizi sull'affidabilità e sul profilo creditizio dei soggetti coinvolti in quel segmento commerciale[97].

Altre *mercantile agencies* si sono affermate sul mercato statunitense negli anni a seguire, tra cui *R.G.Dun and Company*, che dal 1859 iniziò a vendere il *Dun rating book* contenente circa 20.000 giudizi. Successivamente *R.G.Dun and Company* si fonde con il proprio principale concorrente per costituire la *Dun and Bradstreet, Inc*., a lungo *leader* del settore e sino al 2001 proprietaria di Moody's.

Queste prima agenzie di *credit report* fornivano informazioni, piuttosto aneddotiche e speculative[98], sull'affidabilità creditizia di determinate controparti e lo facevano su base confidenziale e direttamente nei confronti dei propri clienti. I commercianti dell'epoca acquistavano i suddetti servizi anche perché erano gli unici di tale genere disponibili sul mercato.

Nel 1860 Henry Varnum Poor pubblica la prima edizione della *History of Railroads and Canals of the United States,* in cui si occupa dei principali emittenti di titoli di debito. Il suo modello di *business* è diverso da quello delle *mercantile agencies* in quanto si struttura nella pubblicazione di manuali destinati al pubblico (e non in informazioni rilasciate ai clienti su base confidenziale come avveniva per le *mercantile agencies*). Nel frattempo si affacciano sul mercato nuovi concorrenti anche in quest'ultimo settore, fra cui *Standard Statistics Bureau* nel 1906. Nel 1941 *Poor's Publishing Company* e *Standard Statistics Bureau* si fondono costituendo *Standar & Poor's*

---

[96] Per un quadro esaustivo sulla storia delle agenzie di *rating* si veda A.FIGHT, *The Ratings Game*, West Sussex (UK), 1999; J.D.NORRIS, R.G. Dun & Co., 1841-1900: *The Development of Credit_Reporting in the Nineteenth Century*, Westport (CU), 1978; H.M.LANGHOR, *The Rating Agencies and Their Credit Ratings: What They Are, How They Work and Why They are relevant*, West Sussex (UK), September 2006.

[97] R.CANTOR-F.PACKER, *The Credit Ratings Industry,* in *Federal Reserve Board N.Y.Q. Review, Summer/Fall* 1994.

[98] Le considerazioni sono di J.COFFEE JR., *Gatekeepers. The Professions and Corporate Governance,* Oxford, 2006, 292 ss.

Corporation, che a sua volta nel 1966 fu acquisita da *McGraw-Hill Companies, Inc*.

In sintesi, negli ultimi anni del Diciannovesimo secolo coesistono nel settore dell'informativa finanziaria statunitense due modelli di *business*: quello delle *mercantile credit agencies* e quello degli editori di manuali sugli emittenti di titoli di debito.

Un'innovazione nel settore si deve a John Moody, il quale nel 1900 pubblica il *Moody's Manual of Industrial and Miscellaneous Securities* e poi, nel 1909, un prodotto altamente innovativo, a cui la dottrina anglosassone ricollega le origini del fenomeno del *credit rating* moderno: il *Moody's Analysis of Railroad Investments*. In quest'ultimo libro Moody non si limita a riportare dati bensì analizza i titoli delle compagnie ferroviarie sulla base di metodologie valutative e introducendo simboli di notazione tuttora in uso. La sua intuizione fu di credere fermamente che «*investors would pay for a service that synthesized the mass of information into an easily digestible format*»[99].

Il successo del nuovo corso di *business* lanciato da Moody fu incrementale e tale da assumere nel 1924 dimensione nazionale negli Stati Uniti. Tra i concorrenti di *Moody* oltre alle citate *Standard Statistics* e *Poor's Publishing* nel 1924 si affaccia anche *Fitch Publishing Company*.

Un'altra entrata di rilievo nel mercato delle agenzie di *rating* è quella di *Duff and Phelps Credit Rating Co*. (1932) che, per gran parte della propria esistenza (sino al 1982) e comunque prima di essere incorporata da *Fitch* (2000), era specializzata nella valutazione delle *public utilities*. Altre agenzie di *rating* hanno provato ad affacciarsi sulla scena ma il duopolio *Moody's/S&P*, con l'unica eccezione di *Fitch* quale concorrente, non è stato mai messo nei fatti in discussione.

---

[99] Le parole citate nel testo sono di F.PARTNOY, *How and Why Credit Rating Agencies Are Not Like Other Gatekeepers*, *Legal studies research paper series, research paper No. 07-46*, maggio 2006, www.ssrn.com, 5. Ci riferisce Partnoy (p. 5, nt 17) che ad avviso di Moody: «*While no one in this country had attempted such a thing as investment ratings by means of symbols, yet even in those days bonds were classified into groups according to quality and salability, especially by large investment institutions, such as insurance companies. Moreover there had existed for a considerable time, I think, a bond rating system in Vienna and also, I believe, in Berlin. These foreign systems had been developed by symbols and the Austrian Manual of Statistics, which carried these symbols, was quite well known in Europe, although not at all in this country*».

Malgrado l'insuccesso delle società di *rating* di minore dimensione e reputazione nell'inserirsi nel mercato dei *credit rating*, è difficile ritenere che durante il primo cinquantennio del Ventesimo secolo vi fossero barriere all'entrata in tale settore. In quel periodo, infatti, lo scarso numero di concorrenti era probabilmente frutto della percezione del fatto che il mercato del *rating* fosse troppo ristretto per giustificare il sostenimento di costi di avviamento piuttosto che da altri fattori endogeni.

La prima parte del ciclo iniziale è caratterizzata dall'operare esclusivo delle forze di mercato. Le società di *rating* esprimono giudizi professionali sull'affidabilità finanziaria degli emittenti. Questo genere di giudizi, pur non avendo alcuna valenza legale, si afferma in maniera direttamente proporzionale allo sviluppo del mercato obbligazionario statunitense, in cui gli investitori necessitavano di una guida nelle proprie scelte di investimento.

In quell'epoca l'affidamento sui *credit rating* variava a seconda del fruitore. È vero che non ne facevano molto uso le grandi banche, perché preferivano servirsi dei propri sistemi interni di ponderazione del rischio. Tuttavia i *credit rating* venivano utilizzati dagli operatori finanziari di minori dimensioni, anche perché in virtù di un orientamento giurisprudenziale statunitense che affonda le proprie radici nel lontano 1897, non incorrevano in responsabilità *trustees* ed altri fiduciari che avessero rispettato nella propria attività di investimento i *rating* pubblicati nei manuali più diffusi[100]. Dagli anni Venti in poi accade che gli accordi di *trust* stipulati nella prassi

[100] J.COFFEE JR., *Gatekeepers. The Professions and Corporate Governance,* Oxford, 2006, 294. In sostanza, secondo il filone giurisprudenziale statunitense citato, che affonda le radici nel 1897 (*In re Bartol*, 38°.527Pa.1897) e si perpetua sino ai giorni nostri, i fiduciari che hanno consultato i manuali di *rating* ed acquistato titoli dotati di una valutazione *investment grade* non incorrono in responsabilità nei confronti dei propri fiducianti per mancata diligenza anche ove tali titoli non dovessero in seguito essere rimborsati dagli emittenti. Nello stesso senso nella decisione *In re Detre's Estate* (1922) il giudice assolve il *trustee* sulla base della seguente considerazione «*In* Moody's Manual *for 1914, these…bonds are rated: Security, very high; Salaibility, good; net rating, A*». Successivamente, in *In re Winburn's_Will* (1931), il giudice adito osserva come «*there is a distinction between seasoned securities of this character here involved and investments in speculative securities*». Cfr. F.PARTNOY, *The paradox of Credit Ratings*, in *Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System*, a cura di R.M Levich a altri, 2002, qui citato come tratto da www.ssrn.com, 19.

iniziano a limitare la capacità di investimento del *trustee* ai soli titoli muniti di un rating *investment grade*.

Si inizia così ad assistere ad una prima forma di valenza non ancora normativa ma al momento ancora solo negoziale dei *credit rating*.

Oltre ai fiduciari, anche i *traders* iniziano a fare uso dei *credit rating*, in quanto un cambiamento del *rating* di un titolo è fattore di per sé idoneo a determinare uno scostamento nel valore di mercato dello stesso.

Di qui un'agevole considerazione, che con gli anni è sempre più divenuta una certezza: anche nel caso in cui un *credit rating* non sia assegnato sulla base di informazioni privilegiate e come tali sconosciute al mercato, la sola attribuzione di un *rating* – così come il suo *upgrading* o *downgrading* – costituiscono *ex se* un'informazione rilevante sull'emittente o sui prodotti finanziari valutati (una *self-fulfilling prophecy*) che gli operatori del mercato non possono ignorare, soprattutto in un mercato in cui l'informativa pubblica è ancora piuttosto limitata[101].

L'affidamento che i mercati riponevano nei *credit rating* crolla negli anni della grande crisi insieme al generale collasso dell'economia.

All'inizio degli anni Trenta, nell'ambito delle reazioni alla grande crisi, per la prima volta i *credit rating* assumono una primordiale valenza regolamentare. Alle banche statunitensi vengono posti limiti all'acquisto di obbligazioni che non abbiano ottenuto la valutazione "*investment grade*" (*i.e.* da BBB- o Baa3 in su) da parte di almeno due agenzie di *rating*. In pratica, a fini di vigilanza prudenziale, la regolamentazione del settore bancario conferisce una prima valenza legale ai *rating* senza tuttavia specificare alcunché in

[101] J.COFFEE JR., *Gatekeepers. The Professions and Corporate Governance,* Oxford, 2006, 294; anche J.MACEY, *Efficient Capital Markets, Corporate Disclosure & Enron*, in *Giur. comm*., 2002, 761-2, osserva come «*the problem with credit rating agencies is that downgrades to below investment grade ratings become self-fulfilling prophecies. For many, if not most, publicly traded companies, such downgrades make bankruptcy a foregone conclusion by signalling that the company con no longer raise the debt necessary to support its operations*» con l'effetto che «*a downgrade by a rating agency is like a corporate nuclear bomb*».

merito alle agenzie i cui giudizi potevano essere utilizzati a tale proposito[102].

È interessante notare che in questo ciclo iniziale la fonte di guadagno delle agenzie di *rating* è rappresentata dai canoni di pagamento in capo agli investitori, e non in capo agli emittenti. Anzi, questi ultimi ritenevano che l'attribuzione di un *rating* fosse una sorta di "intrusione" nei propri affari, anche se poi in concreto non disponevano di rimedi a propria difesa se non quello di cooperare con le agenzie mettendo a loro disposizione un maggior quantitativo di informazioni con l'auspicio di ottenere una migliore valutazione[103].

Le agenzie sono quindi incentivate nel procurare informazioni attendibili agli investitori, in quanto dal giudizio di questi ultimi sulla

---

[102] Nel 1931 l'*Office of the Comptroller of the Currency* (OCC) impose alle banche di valutare ai prezzi correnti «*any bonds in their portfolios that were below "investment grade"*». La medesima Autorità nel 1936 incrementò ancor di più i restringimenti vietando alle banche di «*hold bonds in their portfolio that were below investment grade*». Come osserva F.PARTNOY, *The paradox of Credit Ratings*, in *Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System*, a cura di R.M Levich a altri, 2002, qui citato come tratto da www.ssrn.com, 8 ss., «before the adoption of these regulations, *rating agencies had not rated bonds until after they were issued. The new regulation created incentives for bond issuers to obtain a rating before the bonds were issued*». La regola del 1936 era così formulata: «*The purchase of "investment securities" in which the investment characteristics are distinctly and predominantely speculative, or "investment securities" of a lower designated standard than those which are distinctly and predominantely speculative is prohibited*». Inoltre veniva aggiunto che «*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*». Cfr. G.PRESTI, *Le agenzie di* rating*: dalla protezione alla regolazione*, in Atti del convegno di Courmayeur del 26-27 settembre 2008 su *I nuovi equilibri mondiali: imprese, banche, risparmiatori*, Giuffré, Milano, 2009, 79, nt. 7; L.WHITE, *The Credit Rating Industry,: An Industrial Organization Analyis*, in *Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System*, a cura di R.M Levich a altri, 2002; F.PARTNOY, *The paradox of Credit Ratings*, in *Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System*, a cura di R.M Levich a altri, 2002. Come osserva R.SYLLA, *An Historical Primer on the Business of Credit Ratings*, in *Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System*, a cura di R.M Levich a altri, 2002, «*the latter phrasing referring to recognized raters was attacked as placing too much authority in the private rating agencies, and on that ground it was deleted from the regulation in 1938, although in a less formal way it remained in effect with regulators*».

[103] J.COFFEE JR., *Gatekeepers. The Professions and Corporate Governance,* Oxford, 2006, 294.

qualità del loro operato dipende il loro successo economico. Non è un caso che lo sviluppo delle agenzie di *rating*, durante le prime decadi del Novecento, abbia coinvolto principalmente il mercato statunitense e meno quello europeo. Non si era sviluppato nel vecchio continente un mercato delle obbligazioni di ampie dimensioni come negli Stati Uniti.

Dagli anni Trenta agli anni Settanta il *business* del *credit rating* e la sua regolamentazione non subiscono particolari variazioni, fino a quando a partire dal 1975 la *Securities and Exchange Commission* (SEC) inizia a incorporare i *rating* nella regolamentazione del mercato finanziario. In questi anni il *business* del *credit rating* subisce una flessione rispetto all'epoca precedente la grande depressione. Ciò è dipeso dal fatto che le nuove leggi statunitensi emanate in risposta alla crisi dell'Ottobre nero avevano obbligato gli emittenti e gli altri attori del mercato finanziario a rendere pubbliche molte più informazioni di quanto non accadesse in precedenza, con l'effetto che «*the agency's rating largely duplicated what a more sophisticated market already knew*»[104]. Nonostante il periodo di austerità e crescita minima che ha caratterizzato l'attività delle società di *rating* sino agli anni Settanta, dal 1975 molte cose sono iniziate a cambiare.

Il periodo intermedio (1975–1997).

Rispetto a quanto era accaduto in risposta alle crisi degli anni Trenta, l'ondata regolatrice che ha investito il mercato del *rating* negli Stati Uniti a partire da metà anni Settanta presenta alcune differenze fondamentali.

Innanzitutto i richiami regolamentari ai *rating* non sono più sporadici e limitati a settori normativi di nicchia, ma divengono sempre più diffusi e incisivi. Ciò in quanto al conseguimento o meno di un livello di *rating* minimo (l'*investment grade*) sono connesse una serie di conseguenze regolamentari idonee ad incidere sulla disciplina dei titoli di debito, degli emittenti e degli intermediari, influenzandone sensibilmente costi, operatività e discrezionalità d'azione.

[104] J.COFFEE JR., *Gatekeepers. The Professions and Corporate Governance,* Oxford, 2006, 295.

Inoltre, per la prima volta si distingue all'interno del *genus* "società di *rating*" fra agenzie riconosciute come idonee da parte di un'autorità pubblica a emettere *rating* dotati di valenza regolamentare e tutte le restanti agenzie.

La regolamentazione dei mercati finanziari statunitensi introdotta a partire dal 1975 fa riferimento non più alle agenzie di *rating tout court* bensì alle NSRO (*Nationally recognized statistical rating organizations*).

L'introduzione di questa *summa divisio* ha costituito un cambiamento epocale nella storia del *rating* in quanto da allora, e sino ai giorni nostri, il miglior trattamento normativo è stato riservato non più genericamente ai titoli dotati di un qualsivoglia *rating investment grade*, bensì esclusivamente a quei titoli che abbiano ricevuto tale valutazione da una, o più spesso da due, delle agenzie individuate come NSRO dalla SEC[105].

La *Rule 15c3-1* adottata dalla SEC nel 1975 costituisce l'antecedente storico della più moderna normativa di vigilanza prudenziale diffusa in Europa prima con "Basilea 1" e poi con "Basilea 2". La normativa statunitense prevedeva infatti l'obbligo in capo agli intermediari di possedere un patrimonio di vigilanza minimo, il cui ammontare era commisurato all'affidabilità creditizia dei titoli detenuti dagli intermediari nei propri portafogli di investimento.

L'esempio della SEC viene man mano seguito da altri regolatori che, a livello legislativo e amministrativo, sempre più spesso iniziano a collegare ai *rating* emessi dalle NSRO determinati riflessi normativi.

---

[105] Per un lungo periodo di tempo le NSRO coincidevano con le tre grandi agenzie del settore e comunque, fino al 2007, mai superiori a quattro fra le agenzie a vocazione generale e a sei se si comprendono anche quello con riconoscimento limitato ad un particolare settore. Le prime agenzie designate come NSRO furono Moody's Investors Service, Standard & Poor's Rating Services e Fitch Inc. In seguito la SEC ha riconosciuto Duff & Phelps nel 1982 e McCarthy, Crisanti & Maffei (MCM) nel 1983 nonché limitatamente al settore bancario e finanziario IBCA nel 1991 e Thomson BankWatch nel 1992. MCM venne assorbita da Duff & Phelps nel 1991. Successivamente Fitch ha acquistato IBCA (1997), Duff & Phelps e Thomson BankWatch (2000). Così all'inizio del terzo millennio le NSRO erano tornate ad essere solo tre. Nel febbraio 2003 la SEC ha riconosciuto lo *status* di NSRO a Dominion Bond Rating Agency e nel marzo 2005 a A.M.Best Company, Inc. Infine nel maggio 2007, appena prima dell'entrata in vigore della nuova legge, sono state riconosciute due ulteriori agenzie: Japan Credit Rating Agency, Ltd. E Rating and Investment Information, Inc.

La conseguenza di quanto sopra è evidente: nel mercato statunitense all'utilità del *rating* quale strumento di informazione per gli investitori si affianca, in maniera sempre più diffusa, la sua valenza regolamentare e quindi un interesse nei suoi confronti anche da parte degli emittenti e degli intermediari.

Le nuove caratteristiche che il *rating* ha assunto nel periodo intermedio hanno contribuito a determinare un altro significativo cambiamento nel settore, stavolta nella conduzione del *business* da parte delle agenzie di *rating*: il passaggio da un modello di remunerazione *investors-paid* ad un modello *issuers-paid*.

Al pari delle società di revisione anche le società di *rating* vengono ora pagate dai medesimi emittenti i cui titoli sono oggetto di valutazione.

Le cause del cambiamento di *business model* si rinvengono sia nel problema del *free riding* derivante dalla diffusione di fotocopie a basso prezzo, sia dalla diffusa percezione da parte degli emittenti che l'esistenza di una buona valutazione da parte delle agenzie, anche alla luce degli sviluppi regolamentari statunitensi, è determinante per diminuire il costo dei finanziamenti e assicurare il successo dei collocamenti obbligazionari.

Quindi, mentre nel dopoguerra il mercato del *rating* era piuttosto stagnante, negli anni Ottanta e Novanta la crescita è progressiva e ingente, tanto che le agenzie arrivano a triplicare la grandezza del proprio *staff*.

Oltre al significativo ampliamento della valenza regolamentare dei *rating* emessi dalle NSRO, un altro fattore che ha favorito l'espansione del *business* del *rating* negli ultimi anni del Ventesimo secolo è stata la crescita della finanza strutturata. È noto, infatti, che le operazioni di cartolarizzazione sono tipicamente "*rating driven*" nel senso che necessitano, per il loro successo, di *rating* elevati per ciascuna emissione[106].

2.3. Il periodo moderno (1997–2010).

[106] J.COFFEE JR., *Gatekeepers. The Professions and Corporate Governance,* Oxford, 2006, 297.

L'ultima fase della storia dei *credit rating* arriva sino ai giorni nostri ed è caratterizzata da un susseguirsi di crisi finanziarie in cui le agenzie di *rating*, al pari di altri *gatekeepers*, vengono accusate con sempre maggior insistenza di non aver saputo svolgere la propria funzione di avvertimento dell'esistenza di situazioni finanziarie ad alto rischio sul mercato degli investimenti.

Anzi, il ritardo strutturale con cui hanno aggiornato le proprie valutazioni sul merito creditizio, quasi sempre in un momento successivo rispetto alla percezione della crisi da parte del mercato, ha creato un falso affidamento negli investitori, soprattutto non professionali, circa la solvibilità di emittenti con riguardo ai quali l'opinione pubblica aveva già manifestato titubanze.

Volendo semplificare al massimo, nel periodo moderno si assiste a un duplice fenomeno.

Da un lato accrescono vertiginosamente sia il potere economico che la valenza regolamentare dei *rating* emessi dalle tre principali agenzie. A vedersi dal di fuori, tale sviluppo progressivo e incessante dei due fattori anzidetti sembra perpetuarsi parallelamente lungo un nastro di Möbius figurato. Ciò in quanto i legislatori, le autorità di vigilanza, gli operatori, gli investitori e quindi, in ultima analisi, il mercato finanziario nella sua interezza ripongono fiducia nelle virtù dei *credit rating*, ritenendoli indici credibili e indipendenti della solvibilità di Stati sovrani, emittenti e/o prodotti finanziari di qualsiasi natura.

Un numero sempre più diffuso di normative, delle specie più disparate e dalla provenienza polivalente, attribuisce rilievo regolamentare al possesso dei *credit rating* emessi dalle principali agenzie.

Anche la prassi negoziale è solita ancorare al *downgrading* del *borrower* effetti pregiudizievoli (cc.dd. *trigger clauses*).

Questo genere di giudizi rappresenta sempre di più strumento esclusivo, e non sostituibile con altri equivalenti, di valutazione dell'affidabilità creditizia di emittenti e/o prodotti e, di riflesso, dell'utilizzabilità degli stessi ai fini di volta in volta richiamati dalle normative applicabili. Si noti che queste normative, nella parte in cui richiamano i *credit rating*, lo fanno a fini di tutela del risparmio in quanto il giudizio sul merito creditizio viene a costituire quella che gli statunitensi chiamano "licenza regolamentare" - o meglio, accostandoci seppure in senso atecnico a figura più nota

all'ordinamento italiano, ad una sorta di "marchio collettivo" *ex* art. 2570 del codice civile - indice del possesso da parte di chi ne dispone di qualità ben determinate.

L'equazione, per quanto banale, sembra efficiente e si scandisce nei seguenti passaggi: il principio ispiratore è, come di consueto, la tutela del risparmio proveniente dal settore famiglie. Uno strumento informativo che consente all'investitore di allocare le proprie risorse con cognizione dei rischi in cui incorre è il *credit rating*. Esso è indice facilmente comprensibile del grado di rischiosità di un investimento e, dunque, contribuisce alla formazione della politica di investimento dei risparmiatori. La funzione principale dei *credit rating* è pregevole, così come sono positivi gli effetti economici secondari che dal mercato dei *rating* derivano: per un verso consentono un significativo risparmio di costi di finanziamento in capo agli emittenti dotati di un buon *rating* e, per altro verso, rappresentano un argine all'eccessiva discrezionalità degli intermediari, tenuti comunque a dover giustificare politiche di investimento per conto terzi in qualsiasi modo incoerenti con le valutazioni sul merito di credito[107].

Un *rating* elevato, poi, è spesso garanzia del buon esito di collocamenti sul mercato di prodotti finanziari di nuova emissione.

---

[107] Solitamente rimane un po' sottotraccia un ulteriore effetto positivo, anche se indiretto, collegato ai *rating*. Si tratta della capacità di tale forma di giudizio di sintetizzare in maniera estrema un numero di informazioni altrimenti poderoso. Più chiaramente, come è stato di recente ribadito nell'analisi della cause della crisi mondiale della finanza strutturata del 2007-2009, il comportamento dell'investitore medio dimostra che un eccesso di informazioni talvolta si rivela addirittura controproducente (nell'ottica della migliore valutazione della bontà o meno di un investimento). Al riguardo rammenta U.MORERA, *Legislatore razionale versus investitore irrazionale: quando chi tutela non conosce il tutelato*, in *AGE*, 2009, 83, che «*è ormai dimostrato che una quantità maggiore di informazioni, rispetto ad una minore, non migliora affatto le capacità di diagnosi di chi deve decidere; tutt'altro*» in quanto non è per nulla scontato che il percettore di una pluralità di informazioni sia poi in grado di ponderarle secondo un ordine di importanza corretto e di non farsi distrarre da quelle secondarie. Ne consegue che il proliferare dei *rating* è, anche sotto questo aspetto, da valutarsi assai positivamente in quanto il *rating* rappresenta strumento di facile comprensione e di immediata percezione. Di converso, ovviamente, ove il *rating* nel concreto costituisca l'unico elemento di valutazione di un ivestimento (come sovente è accaduto nelle recenti operazioni di finanza strutturata, poi rivelatisi fallimentari) una colposa attribuzione di *rating* errati non potrà essere in alcun modo bilanciata da informazioni diverse e di segno contrario.

La centralità della funzione dei *credit rating* nei mercati finanziari internazionali emerge con nettezza nelle parole pronunciate dal senatore statunitense Joseph Lieberman nel 2002: «*The credit raters hold the key to capital and liquidity, the lifeblood of corporate America and of our capitalist economy. The rating affects a company's ability to borrow money; it affects whether a pension fund or a money market fund can invest in a company's bonds; and it affects stock price*»[108].

Ciò nondimeno, nonostante la progressiva e incessante affermazione dei *credit rating* sui mercati dell'investimento, alcuni scandali societari degli ultimi anni hanno messo a nudo i limiti intrinseci del mercato del *rating* e della struttura delle agenzie, evidenziando lacune organizzative significative, in parte derivanti da un'assenza di regolamentazione cogente in materia.

Si è pertanto avvertita, pressoché unanimemente, la necessità di fornire una risposta adeguata alla domanda che sovente echeggia nei periodi di crisi finanziaria: *quis custodiet ipsos custodes?*

Di qui l'esigenza sempre più sentita di fornire una regolamentazione del soggetto giuridico "società di *rating*", al fine di ripristinare la massima fiducia degli investitori nell'attendibilità e nella genuinità dei giudizi da queste emessi.

Per un verso, quindi, si è assistito all'incremento sia del peso economico che della valenza normativa dei *credit rating*. Per altro verso, sebbene con costante ritardo rispetto al fenomeno espansivo descritto, si è realizzato un pari incremento di responsabilità e regolamentazione in capo alle società che i *credit rating* emettono per professione.

Ma procediamo con ordine.

Le origini della fase moderna possono farsi risalire alla crisi finanziaria delle tigri asiatiche del 1997. In vero anche prima della crisi del 1997 in talune vicende erano state sollevate perplessità sull'operato delle agenzie di *rating* e sulla loro incapacità di prevenire,

---

[108] *Rating the Raters: Enron and the Credit Rating Agencies*: *Hearing Before the Senate Comm. on Governmental Affairs*, 107th Cong. 116 (2002) (statement of Joseph Lieberman, Chairman, Comm. on Gov. Affairs), http://govtaff.senate.gov/032002lieberman.htm, richiamato in C.A.HILL, *Regulating the Rating Agencies*, *Business, Economics and Regulatory Policy*, Working Paper. No. 452022, Georgetown University Law Center, in www.ssrn.com, 47.

o quantomeno stare al passo con, le crisi societarie o finanziarie degli emittenti valutati[109].

È solo con la crisi delle tigri asiatiche, tuttavia, che per la prima volta la dottrina economica e giuridica iniziano ad interrogarsi a livello sistematico, e non più solo episodico, sulla funzione del *rating* e su taluni aspetti "paradossali"[110] che ne caratterizzavano, e per certi versi continuano ancora oggi a contraddistinguerne, l'operato[111].

In quell'occasione le agenzie seppero replicare alle critiche sostenendo la difficoltà di valutare la solvibilità degli Stati sovrani, legata non solo all'affidabilità finanziaria ma anche a logiche politiche di difficile previsione.

Ciò nonostante, da lì la dottrina d'oltreoceano[112] iniziò a mettere sotto esame il mercato e l'attività di *rating*, soffermandosi sulle peculiarità del fenomeno.

La prima particolarità consisteva nella circostanza che, sebbene la valutazione delle NSRO fosse assai rilevante a fini regolamentari, esse non erano soggette ad alcuna disciplina normativa. Non erano predeterminati i criteri di attribuzione della qualifica di NSRO da parte della SEC né era prevista alcuna forma di vigilanza su di esse.

---

[109] Ad esempio affondando le radici nel tempo, nel 1929 le quattro principali agenzie di *rating* dell'epoca (Moody, Poor, Standard e Fitch) assegnarono all'emissione *Chicago, Rock Island & Pacific 4s-1988* i loro *rating* più alti, per poi conservarli al secondo livello più elevato dal 1929 al 1933. Nel 1934 si verificò l'insolvenza dell'emissione in questione. Successivamente si ricordano le azioni legali in relazione al fallimento di *Washington Public Power Supplì System* del 1983 e al fallimento di *Executive Life* del 1991.

[110] L'attributo "*paradossali*" è assai diffuso tra gli studiosi d'oltremanica per qualificare le principali peculiarità dell'agire delle agenzie di *rating.*

[111] L'osservazione per cui la crisi delle tigri asiatiche costituisce il primo momento di riflessione a carattere generale sulle agenzie di *rating* e sul loro operato si trova in G.PRESTI, *Le agenzie di* rating*: dalla protezione alla regolazione*, in Atti del convegno di Courmayeur del 26-27 settembre 2008 su *I nuovi equilibri mondiali: imprese, banche, risparmiatori*, Giuffré, Milano, 2009, 81, e in EU COMMISSION STAFF, *Working Document accompanying the Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Credit Rating Agencies*, *Impact Assesment*, 5.

[112] Si pensi, tra gli altri, ai contributi di F.PARTNOY, *The Siskel And Ebert Of Financial Markets?: Two Tumbs Down For The Credit Rating Agencies*, in Washington University Law Quarterly, Vol 77, 1999, 619; S.L.SCHWARCZ, *Private Ordering Of Public Markets: The Rating Agency Paradox*, 2002, University of Illinois Law Review, Vol. 2002, 1, in Duke Law School, Public Law Working Paper No. 18.

Anche la loro discrezionalità valutativa era pressoché illimitata. Erano le medesime società di *rating* a decidere, a proprio piacimento e senza obblighi di trasparenza e informativa al mercato, la nozione di *investment grade*, le metodologie da utilizzarsi per effettuare le proprie valutazioni e lo svolgimento in concreto delle proprie analisi.

Come è stato efficacemente messo in luce nel dibattito statunitense[113], il legislatore americano aveva concesso alle società di *rating* tre poteri, sin troppo consistenti. Prendiamo ad esempio, ai fini della presente analisi, la categoria di *rating* "BBB".

Il primo potere riconosciuto alle agenzie era ed è quello di definire cosa si intenda per *rating* "BBB", nonché quello di modificare tale definizione di tempo in tempo e a propria discrezione.

Il secondo potere consisteva e consiste nel determinare liberamente le metodologie da utilizzare ai fini dell'assegnazione del *rating* e quindi, tornando al nostro esempio, di stabilire quali requisiti siano suscettibili di integrazione affinché un'emissione consegua la valutazione "BBB". Anche qui le società di *rating* sono libere di modificare di volta in volta a proprio piacimento le metodologie di cui si servono.

Il terzo potere era ed è poi quello, a loro riservato in via esclusiva, di applicare le proprie metodologie valutative al caso concreto e decidere se, sulla base delle stesse, una determinata emissione sia meritevole o meno del *rating* "BBB".

In sostanza, si era in presenza di un mercato protetto in cui le tre principali società di *rating* avevano il potere esclusivo di conferire ad emittenti e a prodotti finanziari il tanto auspicato giudizio di *investment grade*, con la conseguente opportunità per chi fosse riuscito ad ottenerlo di poter beneficiare delle agevolazioni regolamentari ad esso connesse.

Come ben noto, negli anni recenti al possesso di determinati *credit rating* fanno riferimento numerose normative, soprattutto statunitensi, nonché la prassi contrattuale e le linee guida degli investitori (complessivamente: c.d. *rating-dependent regulation*)[114].

---

[113] L'esempio è tratto da A.CIFUENTES, *Turmoil in U.S. Credit Markets: The Role of the Credit Rating Agencies*, Testimony Before the U.S. Senate, April, 2008, il quale conclude affermando perentoriamente «*Triple-power seems like too much power*».

[114] Sull'argomento si vedano J.P.HUNT, *Credit Rating Agencies and the "Worldwide Credit Crisis": The Limits of Reputation, the Insufficiency of Reform, And a*

Tali circostanze hanno dato luogo ad un'artificiosa crescita della domanda di *rating* non direttamente commisurata alla qualità dei giudizi espressi.

Negli Stati Uniti i riferimenti che la regolamentazione della SEC fa ai *rating* sono almeno 44[115].

Diverse fonti normative federali e statali condizionano l'investimento in determinati prodotti finanziari al rilascio di *rating* favorevoli da parte delle agenzie *recognized.*

A livello federale, ad esempio, la *Rule 15c3-1* delle *General Rules and Regulations promulgated under the Securities and Exchange Act of 1934*, rubricata «*Net Capital Requirements for Brokers or Dealers*», fissa un limite alla composizione mobiliare del patrimonio di *broker* e *dealer* e al contempo prevede un innalzamento di detto limite ove l'attivo sia composto da titoli con *rating* elevato proveniente dalle NSRO. Del pari la *Rule 2a-7* delle *Rules and Regulations promulgated under the Investment Company Act of 1940* nel determinare il limite percentuale ammissibile relativo alla composizione azionaria di taluni fondi monetari prevede che essi possano beneficiare di un innalzamento del tetto massimo di detenzione qualora i titoli posseduti siano di qualità *first tier*, e cioè, *inter alia*, abbiano ricevuto *rating* positivi da parte di almeno una NSRO.

A livello statale, a titolo esemplificativo, il *California Insurance Code* (par. 1192.10) consente alle compagnie assicurative di investire il proprio patrimonio in eccesso in prodotti finanziari che, tra le varie caratteristiche, anche stavolta siano stati positivamente valutati da almeno una NSRO.

Vi sono poi disposizioni che alleggeriscono gli obblighi informativi dell'emittente nei confronti della SEC nel caso in cui questo richieda ad agenzie NSRO l'assegnazione di un *rating* sui

---

Proposal for Improvement, in www.ssrn.com, 2008, 26 ss.; T.J.SINCLAIR, *The New Masters of Capital*, in *Cornell University Press*, 2005, 47 ss.

[115] C.COX, *Statement on Proposal to Increase Investor Protection by Reducing Reliance on Credit Ratings*, 25 giugno 2008. L'orientamento della SEC più recente è nel senso dell'eliminazione di molte delle *references* che la normativa attuale fa al giudizio delle NSRO. Per un'indicazione delle proposte di eliminazione e riduzione delle *references* si vedano la *final rule* 34-60789 del 5 ottobre 2009 (in www.sec.gov) e la *proposed rule* 33-9069 sempre del 5 ottobre 2009 (anch'essa consultabile in www.sec.gov).

propri prodotti finanziari (17 *Code of Federal Regulations*, par. 239.13).

Si riscontra infine il caso di normative che conferiscono alle società di *rating* NSRO l'esclusiva sulla valutazione dei *rating* di taluni prodotti finanziari, come ad esempio dei «*mortgage related security*» (Section 3(a)(41) del *Securities Exchange Act of 1934*)[116].

In sintesi, le società di *rating* riconosciute come NSRO godevano, e godono tuttora, del potere di conferire vere e proprie "*regulatory license*", nel senso che erano, e sono, in grado di vendere non solo una valutazione professionale e indipendente, ma anche un trattamento normativo da essa derivante[117].

A ciò si aggiunga che, in un simile contesto normativo, solo una favorevole valutazione del merito di credito consente agli emittenti di collocare i propri prodotti finanziari presso i soggetti regolati, con la conseguenza di far assumere alle società di *rating* il «*ruolo quasi regolamentare*» di arbitro esclusivo per l'accesso ai benefici previsti dalla legge[118].

Ma prima di vedere come il legislatore statunitense e quello comunitario hanno tentato di arginare il potere incontrollato delle società di *rating*, è opportuno rammentare un altro degli effetti che l'eccessiva valenza regolamentare dei giudizi delle agenzie ha prodotto sul mercato dei capitali.

La natura di "*regulatory license*" posseduta dai *rating* assegnati dalle NSRO, oltre a contribuire ad uno sviluppo artificiale della domanda di *rating*, è potenzialmente idonea ad amplificare il rischio

---

[116] La suddivisione così come i riferimenti sono tratti da F.DRIGO, *La responsabilità delle agenzie di* rating *per il danno all'informato*. *L'esperienza statunitense*, in *Rass. dir. civ*., 2006, 493, nt. 15; U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets As Required by Section 702(b) of the Sarbanes-Oxley Act of 2002*, 2003, 6-8.

[117] G.PRESTI, *Le agenzie di* rating*: dalla protezione alla regolazione*, in Atti del convegno di Courmayeur del 26-27 settembre 2008 su *I nuovi equilibri mondiali: imprese, banche, risparmiatori*, Giuffré, Milano, 2009, 82; F.PARTNOY, *The Siskel And Ebert Of Financial Markets?: Two Tumbs Down For The Credit Rating Agencies*, in Washington University Law Quarterly, Vol 77, 1999, 681 ss.; K.GALIL, *The Quality of Corporate Credit Rating: An Empirical Investigation*, in www.ssrn.com, 2.

[118] In tal senso si veda tra gli altri A.PERRONE, *Le società di* rating, in *La società per azioni oggi. Tradizione, attualità e prospettive*, Atti del convegno di Venezia del 10-11 novembre 2006, Milano, Giuffré, 2007, 1028, nt. 14.

di distorsione del giudizio delle agenzie, in particolare durante il processo di monitoraggio di un *rating* già assegnato (c.d. *ongoing surveillance*).

È vero che il latente conflitto di interessi che ne caratterizza l'operato unitamente alla necessità di proteggere la propria reputazione dovrebbero disincentivare le agenzie dal porre in essere comportamenti valutativi opachi.

È del pari vero, tuttavia, che sia l'attribuzione di un *rating* negativo che l'abbassamento consistente di un giudizio già noto al mercato costituiscono una «*self-fulfilling prophecy*»[119]o meglio «*resembles more an obituary than a prophecy*»[120], con l'effetto di incrementare i costi di finanziamento per chi lo subisce, così come di rendere efficaci eventuali *trigger clauses* di natura negoziale. Tutti questi eventi aggravano in maniera significativa la posizione finanziaria dell'emittente che subisce il *downgrading* e sono idonei a produrre il seguente, pericolosissimo, effetto a catena: «*ciascun abbassamento del rating deteriora la situazione di chi lo subisce, deterioramento che può causare un ulteriore abbassamento del rating, che a sua volta può cagionare un ulteriore deterioramento, e via dicendo*»[121].

La ragione di quanto sopra è piuttosto evidente.

Il *rating* per un verso è un giudizio di sintesi che incorpora tutte le informazioni, pubbliche e non, su di un determinato emittente o prodotto finanziario. Al contempo, però, esso costituisce un'informazione di per sé rilevante[122] nonché suscettibile di attribuire

---

[119] J.MACEY, *Efficient Capital Markets, Corporate Disclosure & Enron*, in *Giur. comm*., 2002, 761-2.

[120] J.COFFEE JR., *Gatekeepers. The Professions and Corporate Governance,* Oxford, 2006, 294.

[121] Traduzione del pensiero di C.A.HILL, *Regulating the Rating Agencies*, *Business, Economics and Regulatory Policy*, Working Paper. No. 452022, Georgetown University Law Center, in www.ssrn.com, 69.

[122] E come tale deve essere doverosamente comunicata dagli intermediari ai propri clienti ove possa riguardare, direttamente o dinirettamente, la sorte degli investimenti da questi ultimi effettuati. Come ha più volte, e correttamente, rilevato la giurisprudenza italiana, gli intermediari finanziari sono tenuti ad informare i clienti sull'andamento dei titoli, sia in sede di acquisto che successivamente, dovendo quindi doverosamente comunicare il *rating* e le sue variazioni al fine di consentire all'investitore di effettuare adeguate valutazioni ciorca l'oopportunità di acquistare, vendere o mantenere i titoli medesimi. Cfr. *ex multis* Trib. Cosenza, 1 marzo 2006, n. 361, con nota di E.A.EMILIOZZI, *La responsabilità della banca per*

particolari trattamenti legali. In altri termini, «*a downgrade doesn't just convey information—the fact that a downgrade has occurred is information. Furthermore, while deterioration occurs along a continuum, ratings changes are necessarily discrete—the rating is either in one category or in another. A small difference in quality can make a big difference, especially if what has occurred is a decline from investment grade to below investment grade*»[123].

Effetto di questi meccanismi è una tendenza conservativa delle agenzie di *rating*, soprattutto per quanto concerne eventuali *downgrades* e, quindi, una riduzione del valore segnaletico del mantenimento di un certo giudizio[124].

D'altro canto, impedire che un *downgrading* dia luogo ad una spirale finanziaria negativa per l'emittente che subisce l'abbassamento del *rating* non è affatto agevole.

Scoraggiare l'utilizzo di *triggers clauses,* per esempio introducendo un divieto di incorporare tali clausole nei contratti, è uno degli espedienti che la dottrina ha suggerito a tal fine[125].

È in questa congiuntura economica e regolamentare che nel 2001 fallisce Enron. Fino a quattro giorni prima della dichiarazione di insolvenza le obbligazioni emesse da Enron beneficiavano della valutazione *investment grade*.

Molto simili saranno le tempistiche di aggiornamento dei *rating* nei successivi *crac* finanziari Parmalat (2003), Bear Stearn (2008) e Lehman Brothers (2008)[126].

---

omessa informazione del deterioramento del rating *di obbligazioni acquistate da un cliente*, in *Riv. dir. comm*., II, 2006, 118 ss.

[123] C.A.HILL, *Regulating the Rating Agencies*, *Business, Economics and Regulatory Policy*, Working Paper. No. 452022, Georgetown University Law Center, in www.ssrn.com, 69.

[124] G.PRESTI, *Le agenzie di* rating*: dalla protezione alla regolazione*, in Atti del convegno di Courmayeur del 26-27 settembre 2008 su *I nuovi equilibri mondiali: imprese, banche, risparmiatori*, Giuffré, Milano, 2009, 83.

[125] C.A.HILL, *Regulating the Rating Agencies*, *Business, Economics and Regulatory Policy*, Working Paper. No. 452022, Georgetown University Law Center, in www.ssrn.com, 69; G.PRESTI, *Le agenzie di* rating*: dalla protezione alla regolazione*, in Atti del convegno di Courmayeur del 26-27 settembre 2008 su *I nuovi equilibri mondiali: imprese, banche, risparmiatori*, Giuffré, Milano, 2009, 112.

[126] Per i dettagli R.JOHNSON, *An Examination of Rating Agencies's Actions Around the Investment Grade Boundaries*, Federal Riserve Bank of Kansas City Research Working Paper, 2003, in www.ssrn.com., 1; G.FERRARINI-P.GIUDICI, *Financial*

Le società di *rating* vengono additate fra i colpevoli delle crisi, al pari di tutti gli altri *gatekeepers* direttamente o indirettamente coinvolti, e accusate di aver creato falso affidamento nel mercato avendo attribuito giudizi in maniera fraudolenta o con eccessiva negligenza.

La perdita di reputazione delle agenzie è notevole così come si assiste negli Stati Uniti alla promozione delle prime azioni di responsabilità collettive nei confronti delle stesse.

Deve tuttavia rilevarsi che le società di *rating*, a differenza degli altri *gatekeepers*, hanno una posizione meno esposta alle critiche provenienti dal mercato in quanto si collocano alle pendici della catena valutativa e di controllo sulle informazioni prodotte dagli emittenti poi falliti. Tant'è che i loro giudizi dipendono dalla correttezza delle informazioni che ricevono.

Inoltre le società di *rating*, per consueta previsione contrattuale e per mancanza di mezzi organizzativi, non procedono ad alcuna *due diligence* sui dati e sulle informazioni che ricevono ai fini della predisposizione delle proprie valutazioni[127].

Ne consegue che, nel caso in cui le scritture contabili fornite dall'emittente valutato non siano redatte secondo criteri di verità e correttezza, difficilmente potrà essere imputata alle agenzie qualche colpa ove esse abbiano riposto ragionevole affidamento sulla qualità delle informazioni messe a loro disposizione.

Potrebbero estendersi al caso di specie, *mutatis mutandis*, le medesime riflessioni che sono state svolte dalla dottrina e dalla giurisprudenza italiana per definire i confini entro cui opera la responsabilità civile dalla Consob per omessa individuazione di

---

Scandals and the Role of Private Enforcement: The Parmalat Case, ECGI Law Working Paper n. 40/2005, 2005, in www.ssrn.com, 12.

[127] A.GOMMELLINI, *Gli scandali dei mercati finanziari, l'attività di* rating *e i Modelli di prevenzione dei reati (a margine del recente intervento legislativo di «salvataggio» del* rating *dei titoli risultanti da operazioni di cartolarizzazione di canoni di* leasing *e della prossima attuazione del Nuovo Accordo di «Basilea 2»)*, in *Dir. banc*., 2004, 599; U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets As Required by Section 702(b) of the Sarbanes-Oxley Act of 2002*, 2003, in www.sec.gov, 26.

incompletezze o inesattezze nei prospetti informativi[128]. Sebbene la questione sia trattata più diffusamente nel prosieguo del presente lavoro, può anticiparsi, per sommi capi, che alle società di *rating* non è certo richiesto un controllo di merito né di veridicità approfondita sulle informazioni ricevute, bensì semplicemente di completezza e di verifica circa l'inesistenza di contraddizioni macroscopiche e comunque agevolmente identificabili.

Anche se comparate con gli analisti finanziari le agenzie di *rating* presentano minori profili di responsabilità in quanto i *credit rating*, a differenza delle opinioni degli analisti, non costituiscono raccomandazioni ad investire o a disinvestire con la conseguenza che le società di *rating* non presentano quei conflitti di interesse così complessi e pericolosi che caratterizzano l'operato delle banche d'affari[129].

In ragione dei motivi esposti le società di *rating* non sono in prima fila tra gli imputati delle crisi di inizio millennio, tant'è che il *Sarbanes Oxley Act of 2002*, emanato in risposta agli scandali Enron, Worldcom, ecc., si limita a commissionare un rapporto d'indagine alla SEC sull'argomento[130].

Tuttavia, sebbene con qualche anno di ritardo rispetto ai suggerimenti provenienti dalla dottrina e sicuramente con minore urgenza rispetto a quanto avvenuto per altri *gatekeepers*, a seguito degli scandali del 2001/2002 l'attenzione dei principali legislatori e autorità di vigilanza si incentra in maniera sempre più consistente sulle tematiche relative al mercato dei *rating*, alla sua struttura e alle sue problematiche.

Questa fase di progressiva regolamentazione del settore, su base prima essenzialmente volontaria e poi via via sempre più cogente, avviene negli ultimissimi anni, e precisamente dal 2003 sino ai giorni nostri.

---

[128] Sull'argomento si vedano, tra gli altri, R.COSTI, *Il mercato mobiliare*, Giappichelli, Torino, 2008, 55 ss.; G.SCOGNAMIGLIO, *La responsabilità civile della Consob*, in *Riv. dir. comm*., 2006, 695 ss.

[129] Sul punto G.VISENTINI, *Analisti finanziari e conflitto di interessi*, in *Imprese e investitori, crescita, tutele, interessi*, a cura di Mosco e Vella, Giuffré, Milano, 155 ss.

[130] Molti dei temi e delle considerazioni sopra esposti sono tratti da G.PRESTI, *Le agenzie di* rating*: dalla protezione alla regolazione*, in Atti del convegno di Courmayeur del 26-27 settembre 2008 su *I nuovi equilibri mondiali: imprese, banche, risparmiatori*, Giuffré, Milano, 2009, 75 ss.

3. Le iniziative regolamentari (ivi incluse le normative comunitarie sul "market abuse" e sul patrimonio di vigilanza bancario).

Tra le iniziative di origine privata che hanno contribuito a delineare i principi generali cui dovrebbe conformarsi l'attività di *rating* una menzione particolare meritano quelle poste in essere dall'*International Organization of Securities Commissions* (IOSCO)[131], la quale, nel settembre 2003 e nel dicembre 2004, ha pubblicato rispettivamente lo *Statement of Principles Regarding the Activities of Credit Rating Agencies* ed il *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*, con l'auspicio che tali regole venissero volontariamente adottate dalle società di *rating* a livello di autodisciplina organizzativa e gestionale.

Lo *Statement of Principles* indica alcuni principi che le agenzie di *rating* dovrebbero osservare nello svolgimento della propria

[131] Alcune iniziative di natura privata diverse da quelle promosse dalla IOSCO sono state portate avanti dal *Forum Group on Financial Analyst* (settembre 2003). Questo gruppo di discussione sostenuto dalla Commissione europea ha approvato una raccolta di *best practices* cui gli operatori si dovrebbero attenere nello svolgere la loro attività di predisposizione e diffusione di studi. L'obiettivo del gruppo, costituito da esperti e da operatori, è quello di formulare raccomandazioni cui si possano ispirare legislatori nazionali e codici di autodisciplina. Nel mese di aprile 2004, inoltre, un'iniziativa comune inglese, francese e nordamericana (l'*Association of Corporate Treasures* inglese, l'*Association Francais des Trésoriers d'Enterprise* francese, l'*Association for Financial Professionals* negli Stati Uniti) ha portato alla pubblicazione del *Code of Standard Practices fpr Participants in the Credit Rating Process.* Sul punto F.DRIGO, *La responsabilità delle agenzie di* rating *per il danno all'informato*. *L'esperienza statunitense*, in *Rass. dir. civ*., 2006, 490, nt. 3.

attività[132] mentre il *Code of Conduct Fundamentals* elenca anche le misure concrete di attuazione dei suddetti principi[133].

È importante ricordare che le raccomandazioni provenienti dalla IOSCO, e codificate essenzialmente nel *Code of Conduct*, sono destinate ad essere incorporate su base volontaria da parte delle società di *rating* in base al principio *comply or explain* non avendo di per sé alcuna forza cogente.

Ciò nondimeno, l'iniziativa è significativa in quanto configura il primo nucleo di regole pubblicamente disponibili in relazione allo svolgimento dell'attività di *rating*, anche se - e questo ne rappresenta il limite più evidente - si muove esclusivamente nel corso di quella che è stata efficacemente definita "autoregolazione assistita"[134].

I principi IOSCO sono volti ad assicurare una efficace utilizzabilità da parte degli investitori delle indicazioni contenute nei giudizi emessi dalle società di *rating*, con l'obiettivo di migliorare l'informativa al mercato.

Viene pertanto evidenziata l'importanza di garantire la qualità e l'integrità del processo di formulazione dei *rating*, la fondatezza dell'attività di analisi e la trasparenza delle metodologie adottate dalle agenzie. Sotto un diverso profilo, viene affrontato il tema della necessaria indipendenza delle agenzie e della connessa esigenza di

---

[132] Lo *Statement of Principles Regarding the Activities of Credit Rating Agencies* contiene un preambolo che riassume l'oggetto e gli obiettivi perseguiti, e quattro macro principi diretti alle agenzie: (i) garantire la qualità ed integrità elle procedure di assegnazione dei *rating*; (ii) proteggere la propria indipendenza ed autonomia nelle valutazioni e rendere noti gli eventuali conflitti di interesse nell'attribuzione dei giudizi; (iii) assegnare ed aggiornare i *rating* con maggiore trasparenza informativa e tempestività, (iv) mantenere riservatezza con riguardo alle informazioni non di domino pubblico conosciute dalle agenzie nel corso della propria attività.

[133] Il *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies* contiene un insieme di precetti diretti non solo alle agenzie ma anche al loro *management* e ai loro collaboratori. Nel *Code* sono elencate, tra l'altro, le misure volte a migliorare la qualità dei *rating*, gli strumenti a tutela dell'indipendenza delle agenzie e volti a prevenire e rendere noti i conflitti di interesse, le modalità per garantire la trasparenza verso gli informati.

[134] G.PRESTI, *Le agenzie di* rating*: dalla protezione alla regolazione*, in Atti del convegno di Courmayeur del 26-27 settembre 2008 su *I nuovi equilibri mondiali: imprese, banche, risparmiatori*, Giuffré, Milano, 2009, 88.

disclosure dei conflitti di interesse in capo alle stesse[135]. Vengono poi trattati ulteriori profili di indagine, tra cui il rafforzamento della regolamentazione in materia di trasparenza e tempestività nella divulgazione dei giudizi, di tutela della riservatezza delle informazioni non pubbliche di cui le agenzie di *rating* entrano in possesso nel corso delle valutazioni, di cura delle procedure di informazione del mercato circa le metodologie valutative adottate e il cambiamento delle stesse[136].

La IOSCO, come vedremo nel prosieguo, aggiornerà il proprio Codice nel 2008 per tenere conto delle inefficienze manifestatesi nel corso della crisi finanziaria più recente.

Altrettanto apprezzabili sono le iniziative portate gradualmente avanti dalle competenti autorità statunitensi e comunitarie.

Negli Stati Uniti, in ottemperanza alla richiesta del Congresso contenuta nella *Sarbanes Oxley Act of 2002*, la SEC ha condotto uno studio approfondito sull'interazione fra società di *rating* e funzionamento dei mercati finanziari[137]. Il rapporto della SEC, pubblicato a conclusione dell'incarico commissionatole, ha messo in luce alcuni aspetti fondamentali della materia, tra cui l'opportunità di continuare a fare riferimento alle agenzie di *rating* nel contesto regolamentare statunitense, quali misure adottare per far fronte al carattere scarsamente concorrenziale del settore, l'*an* e il *quantum* dell'ampliamento di una vigilanza pubblica sull'operato delle agenzie[138]. Il rapporto della SEC era stato preceduto da una relazione della Commissione del Senato statunitense per gli Affari Governativi dell'ottobre 2002. La relazione, intitolata *Financial Oversight of*

---

[135] D'altra parte è opinione pacifica che «*trasparenza e indipendenza sono i valori fondamentali, insostituibili in ogni relazione basata sulla fiducia, nella gestione della cosa privata come della pubblica*», A.NUZZO, *Parmalat, Alitalia e simili: occupazione, risparmio e via italiana nella gestione delle crisi d'impresa*, in *AGE*, 2009, 112.

[136] Una sintesi efficace in proposito si rinviene in C.RABITTI BEDOGNI, *L'informativa derivata. Le previsioni degli analisti e i giudizi delle agenzie di rating. Problemi attuali e possibili sviluppi regolamentari*, in http://w3.uniroma1.it/dirittomercatifinanziari/Rating.pdf., 6.

[137] Cenni sull'argomento in M.TONELLO, *Le agenzie di* rating *finanziario. Il dibattito su un modello economico esposto al rischio di conflitti di interessi. Verso un sistema pubblico di controllo?*, in *Contr. e impresa*, 2005, 937.

[138] U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets As Required by Section 702(b) of the Sarbanes-Oxley Act of 2002*, 2003, in www.sec.gov.

Enron: The SEC and Private-Sector Watchdogs, prende atto delle manchevolezze ascrivibili alle società di *rating* in merito alla loro funzione di *gatekeepers* nella nota vicenda Enron[139].

Anche le istituzioni comunitarie hanno preso parte al dibattito in maniera particolarmente attiva.

Per comprendere appieno l'evoluzione normativa che si è registrata nell'Unione europea negli anni recenti *in subiecta materia*, deve rilevarsi come in Europa lo sviluppo del mercato dei *rating* sia avvenuto con consistente ritardo rispetto all'esperienza statunitense (tanto che solo nel 1986, a fianco delle agenzie americane, sono sorte due nuove società di *rating*: Eurorating, con sede a Londra, e Adef, con sede a Parigi) e che la funzione del *rating* sia percepita in maniera differente nel mercato europeo rispetto a quanto avviene in quello statunitense. In Europa, infatti, il *rating* viene inteso come un "certificato d'eccellenza" che attesta la solvibilità finanziaria dell'emittente; negli Stati Uniti, invece, ha una funzione più speculativa. Ciò è confermato dal fatto che la percentuale di emittenti che si trovano nella categoria "AAA" e "AA" è enormemente più elevata in Europa rispetto agli USA e, viceversa, i *rating* speculativi (categorie BB e inferiori) sono, in percentuale, molto maggiori negli USA rispetto all'Europa[140].

Tale circostanza deriva anche dal fatto che il numero di emittenti disposti a farsi attribuire un *rating* è piuttosto limitato in quanto il mercato comunitario discrimina moltissimo in base alla qualità dei titoli e gli investitori tendenzialmente accettano il rischio-investimento solamente con riguardo a valori mobiliari appartenenti alle categorie superiori.

Differente è la situazione nel mercato americano, in cui si riscontra una forte domanda di *rating* anche per titoli ad alta componente speculativa e dove, quindi, si assiste a numerose emissioni con *rating* non elevati.

Le contingenze che precedono producono due conseguenze di massima: innanzitutto un emittente europeo tende a richiedere

---

[139] *Financial Oversight of Enron: The SEC and Private-Sector Watchdogs*, in www.senate.gov.

[140] Le considerazioni svolte nel testo sono riprese da C.RABITTI BEDOGNI, *L'informativa derivata. Le previsioni degli analisti e i giudizi delle agenzie di rating. Problemi attuali e possibili sviluppi regolamentari*, in http://w3.uniroma1.it/dirittomercatifinanziari/Rating.pdf., 7 ss.

l'attribuzione di un *rating* ad un proprio titolo solo ove si senta sicuro di conseguire l'*investment grade*; inoltre, la distribuzione dei prodotti finanziari all'interno delle diverse categorie di *rating* è molto più ristretta nel mercato europeo rispetto a quanto accade nella realtà statunitense.

Le distinzioni evidenziate rendono difficile avvalersi di comparazioni statistiche fra i due sistemi giacché diverse sono le finalità e l'utilizzo dello strumento.

Tra gli elementi macroeconomici che hanno portato al crescente utilizzo dei *rating* anche in Europa uno dei principali è la deregolamentazione. I legislatori dei vari Stati membri, infatti, hanno man mano rimosso le barriere che impedivano lo sviluppo di liberi mercati aperti su scala internazionale, con l'effetto di consentire l'ammissione a quotazione di prodotti finanziari anche in mercati diversi da quello di origine dell'emittente. Ciò ha comportato la necessità di disporre di strumenti idonei ad offrire informazioni sulla qualità degli emittenti in modo sintetico e, soprattutto, comparabile *urbi et orbi*.

La crescente rilevanza assunta dai giudizi di *rating* a livello economico e regolamentare in un contesto in cui si sono verificati i noti casi di crisi societarie del biennio 2001/2002 ha portato, anche a livello di Unione europea, all'apertura di un dibattito sull'opportunità di sottoporre il *rating* a una regolamentazione comunitaria.

In tale contesto il 28 novembre 2003 è stato predisposto un *Draft Report* da parte del *Committee on Economic and Monetary Affairs* del Parlamento Europeo in cui si evidenziava l'importanza di pervenire ad una regolamentazione a livello comunitario in ragione di quattro fattori principali.

In primo luogo si osservava come l'industria del *rating* fosse caratterizzata da una struttura fortemente oligopolistica e ciò rappresentasse la ragione del notevole peso economico delle agenzie di *rating.*

In secondo luogo venivano analizzati gli elementi di debolezza che avevano caratterizzato l'operato delle agenzie di *rating* negli scandali societari manifestatisi negli Stati Uniti con Enron, Worldcom, ecc., e in Italia con Parmalat, in cui veniva ascritta alle agenzie una ritardata "reattività" nel valutare dette situazioni di insolvenza.

Ancora, veniva preso atto della natura di "*regulatory license*" che il *rating* rivestiva negli ordinamenti più evoluti.

Inoltre, veniva analizzato l'emergere di numerosi ed epidemici[141] conflitti di interessi intrinseci nell'attività di *rating*.

Infine, a livello sistematico, si constatava la presenza di una regolamentazione delle agenzie di *rating* nel mercato statunitense rispetto ad una quasi totale assenza di norme e di vigilanza nel contesto comunitario[142].

Nel quadro appena descritto, e per far fronte alle inefficienze richiamate, si muovono le istituzioni comunitarie.

Nel febbraio 2004 il Parlamento europeo ha adottato una risoluzione in cui, muovendo dal citato studio della Commissione per i problemi economici e monetari[143], invita la Commissione europea a presentare una serie di proposte normative in merito alle suddette questioni sul ruolo delle agenzie di *rating* nel contesto della realizzazione di operazioni finanziarie e in merito alle procedure adottate dalle agenzie per lo svolgimento della propria attività caratteristica[144].

Gli aspetti evidenziati dal Parlamento e sottoposti all'attenzione della Commissione sono emersi nelle sedi di discussione internazionale quali ad esempio il *Financial Stability Forum*, il *Financial Services Forum*, il *Committee on the Global Financial System* e la IOSCO[145].

---

[141] Il significato dell'attributo "epidemico" ove riferito ad una situazione di conflitto di interessi da parte di un operatore del mercato finanziario è magistralmente trattato da G.ROSSI, *Il conflitto epidemico*, Adelphi, 2003.

[142] A tal proposito C.RABITTI BEDOGNI, *L'informativa derivata. Le previsioni degli analisti e i giudizi delle agenzie di* rating. *Problemi attuali e possibili sviluppi regolamentari*, in *http://w3.uniroma1.it/dirittomercatifinanziari/Rating.pdf*., 8 ss.

[143] PARLAMENTO EUROPEO – COMMISSIONE PER I PROBLEMI ECONOMICI E MONETARI, *Relazione sul ruolo e i metodi delle agenzie di* rating, A5-00 40/2004, del 29 gennaio 2004.

[144] PARLAMENTO EUROPEO, *Risoluzione del Parlamento europeo sul ruolo e i metodi delle agenzie di* rating, 2003/2081(INI), del 10 febbraio 2004.

[145] In proposito si vedano il *paper* intitolato *Addressing Weaknesses in Market Foundations – An International Perspectives*, in www.fsforum.org e preparato in occasione del *FSF Roundtable on Weakness in Market Foundations*, del 20-21 ottobre 2003 e la relazione curata dallo *European Parliamentary Financial Services Forum* intitolata *The Integrity of Financial Market Accounting Scandals and Corporate Governance*, 5 novembre 2002, in *www.epfsf.org*.

La presenza dei fattori di debolezza del mercato del *rating* in precedenza richiamati[146] ha indotto il Parlamento europeo a proporre la registrazione delle società di *rating* e la creazione a tal fine, nonché per finalità di supervisione sull'attività di *rating*, di un'*European Registration Authority*. La registrazione sarebbe dovuta avvenire sulla base di criteri ben specificati e pubblici, riferiti al grado di credibilità all'interno del mercato, di obiettività e di indipendenza, alla presenza di uno *staff* adeguato ed esperto e di procedure in grado di prevenire i conflitti di interessi e di garantire la trasparenza delle operazioni.

Il Parlamento europeo ha al riguardo attivato la Commissione europea richiedendole di emanare specifiche raccomandazioni in materia. Nell'ottica del Parlamento, la commissione sarebbe stata insignita del compito di stabilire i criteri e curare la registrazione delle agenzie di *rating*, nonché di verificare l'efficienza e la correttezza dell'operatività delle agenzie, attraverso la ricezione dei loro *annual report*, e di svolgere una supervisione su queste ultime, finalizzata a un costante miglioramento delle condizioni e delle metodologie dell'attività di *rating*, al fine di garantire un buon funzionamento del settore industriale[147].

Ebbene, al fine di pervenire a previsioni regolamentari sugli aspetti rilevanti in materia, il Parlamento europeo ha incaricato la

---

[146] Per una sintesi si veda anche N.ABRIANI, *Agenzie di rating e tutela del risparmio. Profili di responsabilità*, dattiloscritto dell'intervento al convegno *Crisi dei mercati e tutela del risparmio*, Milano, 17-18 febbraio 2009.

[147] Il *report* del Parlamento europeo evidenzia inoltre alcune ulteriori esigenze sottese alla regolamentazione del *rating*: (a) la necessità di garantire l'indipendenza delle agenzie di *rating* rispetto all'ambito economico e a quello politico; (b) l'opportunità che i soggetti che fanno ricorso al *rating* forniscano alle agenzie tutte le informazioni rilevanti per la produzione dei relativi giudizi in modo continuativo e rispondano positivamente alle loro richieste, in un'ottica di piena trasparenza; (c) l'opportunità che le varie autorità *antitrust* dei Paesi membri dell'UE esaminino la situazione di oligopolio presente nel settore del *rating*, nonché eventuali misure atte a porvi rimedio, compreso lo "spezzettamento" delle società esistenti, in un'ottica di specializzazione funzionale. Sul punto C.RABITTI BEDOGNI, *L'informativa derivata. Le previsioni degli analisti e i giudizi delle agenzie di* rating*. Problemi attuali e possibili sviluppi regolamentari*, in *http://w3.uniroma1.it/dirittomercatifinanziari/Rating.pdf*., 8 ss.; M.TONELLO, *Le agenzie di* rating *finanziario. Il dibattito su un modello economico esposto al rischio di conflitti di interessi. Verso un sistema pubblico di controllo?*, in *Contr. e impresa*, 2005, 938-9.

Commissione europea di proporre una legislazione appropriata al rispetto dei principi sopra esposti.

Si noti come, a tale data, alcune indicazioni di principio sui comportamenti delle società di *rating* erano già contenute nella direttiva 2003/125/CE del 22 dicembre 2003 (recante le modalità di esecuzione della direttiva 2003/6/CE sul *market abuse*) nella parte in cui prevede che, benché i giudizi di *rating* non costituiscano una raccomandazione di investimento ai sensi della direttiva, ma semplici «*pareri sulla capacità di credito di un particolare emittente o di un particolare strumento finanziario ad una certa data*», le agenzie di *rating* dovrebbero valutare l'opportunità di adottare politiche e procedure interne miranti ad assicurare che i *rating* da esse pubblicati siano presentati correttamente e di comunicare al pubblico in maniera adeguata gli interessi rilevanti o i conflitti di interesse in rapporto agli strumenti finanziari o agli emittenti a cui i loro *rating* si riferiscono[148].

Nel luglio 2004 la Commissione europea ha chiesto al Comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari (CESR) di fornirle assistenza tecnica e consulenza al fine di valutare la pertinenza del ricorso ad un'iniziativa legislativa europea o ad altre soluzioni.

Il CESR, a seguito di una procedura di consultazione con gli operatori interessati, ha fornito il suo parere finale alla Commissione nel marzo 2005[149].

Ad esito di quanto sopra la Commissione ha pubblicato la *Comunicazione sulle agenzie di rating del credito* (2006/C 59/02)[150].

Dal documento comunitario traspare l'orientamento della Commissione europea, volto a non sottovalutare affatto le

[148] In tal senso il decimo considerando della direttiva 2003/125/CE.

[149] Parere tecnico fornito dal CESR alla Commissione europea su eventuali misure riguardanti le agenzie di rating, CESR/05/139b, marzo 2005, in *www.cesr-eu.org*.

[150] La *Comunicazione sulle agenzie di rating del credito* (2006/C 59/02) della Commissione europea è del 23 dicembre 2005 ed è stata pubblicata nella G.U.U.E. dell'11 marzo 2006, 2006/C59/02. la *Comunicazione* beneficia del parere del CESR del marzo 2005 intitolato *Technical Avdvice to the European Commission on Possibile Measures Concerning Credit Rating Agencies*, sul quale si veda il contributo di M.FANNI, *Il dibattito in corso sul riconoscimento formale delle agenzie di rating da parte di un'autorità pubblica europea o nazionale interessa il nostro Paese?*, in *Assicurazioni*, 2005, 97 ss.

problematiche relative al mercato del *rating* che sono sicuramente rilevanti e necessitano di una pronta soluzione[151].

Tuttavia nel 2006 la Commissione ritiene non necessaria l'emanazione di una nuova regolamentazione cogente in materia, in quanto già esistevano a tale data alcune normative applicabili al fenomeno in esame che, all'epoca, erano considerate di per sé sufficienti a garantire un corretto funzionamento del mercato del *rating*.

La Commissione considerava autosufficiente il quadro normativo esistente, composto nel settore in disamina da tre direttive, e segnatamente: (a) quella sugli abusi di mercato (che, insieme al suo regolamento e alle sue direttive di esecuzione, affronta le questioni dell'abuso di informazioni privilegiate e della manipolazione del mercato), (b) quella sui requisiti patrimoniali per le banche e per le imprese di investimento e (c) quella relativa al mercato degli strumenti finanziari (c.d. MIFID).

Ripercorriamo nello specifico la *vis cogens* regolamentare, con riferimento all'attività di *rating*, che è sottesa a ciascuna delle tre macroaree disciplinari individuate dalla Commissione europea.

La prima macroarea è costituita dalla disciplina sugli abusi di mercato[152] che, come noto, si occupa delle questioni inerenti all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato al fine di garantire l'integrità dei mercati finanziari nell'Unione con accrescimento della fiducia generale degli investitori. L'abuso di informazioni privilegiate e le manipolazioni del mercato, notoriamente, impediscono la completa trasparenza del mercato, che è invece essenziale per una corretta ed efficiente negoziazione sul mercato finanziario. Per quanto poi concerne le tematiche relative ai conflitti di interessi, alla corretta presentazione delle raccomandazioni di investimento e all'accesso alle informazioni privilegiate, la disciplina sugli abusi di mercato costituisce, ad avviso della

---

[151] Così l'art. 3 della *Comunicazione.*

[152] Complessivamente la direttiva 2003/6/CE del 28 gennaio 2003 (in G.U. L 96 del 12 aprile 2003); la direttiva 2003/124/CE della Commissione del 22 dicembre 2003 (in G.U. L 339 del 24 dicembre 2003); la direttiva 2003/125/CE della Commissione del 22 dicembre 2003 (in G.U. del 24 dicembre 2003); la direttiva 2004/72/CE della Commissione del 29 aprile 2004 (in G.Ui L 162 del 30 aprile 2004) e il regolamento (CE) n. 2273/2003 della Commissione del 22 dicembre 2003 (in G.U. L 336 del 23 dicembre 2003).

Commissione europea, un quadro giuridico completo per l'esercizio dell'attività delle agenzie di *rating*, pur tenuto conto della specificità del ruolo svolto da tali agenzie e delle differenze tra i *rating* e le raccomandazioni di investimento.

Come anticipato in precedenza, al fine di impedire l'abuso di informazioni privilegiate e le manipolazioni del mercato, la direttiva 2003/125/CE tratta al contempo le questioni della corretta presentazione delle raccomandazioni di investimento e della comunicazione al pubblico dei conflitti di interessi.

I *rating* emessi dalle agenzie rappresentano semplicemente pareri sul merito di credito di un determinato emittente o prodotto finanziario e non costituiscono, pertanto, raccomandazioni di investimento/disinvestimento ai sensi della suddetta direttiva. Essa stabilisce tuttavia che le agenzie di *rating* debbano valutare l'opportunità di adottare politiche e procedure interne volte a garantire che i *rating* pubblicati siano presentati in modo corretto. Inoltre, la direttiva prevede che le agenzie di *rating* debbano comunicare al pubblico eventuali interessi rilevanti o conflitti di interesse relativi agli emittenti o agli strumenti finanziari ai quali si riferiscono i loro *rating*[153]. Da quanto sopra la Commissione deduce che «*nei casi in cui un'agenzia di rating sapeva, o avrebbe dovuto sapere, che il rating era falso o fuorviante, il divieto di diffusione di informazioni false o fuorvianti, che costituisce una manipolazione del mercato, potrebbe applicarsi ai rating. Sulla base di queste disposizioni, è chiaro che le agenzie di rating sono tenute a dotarsi di politiche e procedure interne che permettano di garantire l'obiettività, l'indipendenza e l'affidabilità dei rating, in modo da accrescere la fiducia degli investitori*»[154].

È ben noto che la direttiva 2003/6/CE regolamenta anche il trattamento giuridico dell'accesso delle società di *rating* alle informazioni privilegiate in quanto pone un divieto generale ad ogni persona che disponga di informazioni privilegiate (ivi incluse le società di *rating*) di utilizzare tali informazioni al fine di acquisire o cedere gli strumenti finanziari ai quali tali informazioni si riferiscono.

---

[153] Cfr. art. 1, punto 8, e decimo considerando della direttiva 2003/125/CE.

[154] Così espressamente l'art 3.1 della *Comunicazione.* Per la Commissione, è estremamente importante che le agenzie di *rating* applichino effettivamente le procedure destinate a garantire la qualità dei rating.

Di norma un emittente è obbligato a comunicare al pubblico le informazioni privilegiate senza indugio. Ne consegue che sono assai rare le circostanze in cui un emittente possa legittimamente essere in possesso di informazioni privilegiate di cui il mercato non dispone. Nel caso in cui ciò dovesse accadere e un emittente decidesse di autorizzare un'agenzia di *rating* ad accedere a tali informazioni privilegiate, la società di *rating* sarà tenuta agli obblighi di riservatezza previsti dall'articolo 6, paragrafo 3, della direttiva 2003/6/CE[155].

Come correttamente osserva la Commissione, oltre alla tematica dell'accesso alle informazioni privilegiate dell'emittente, è possibile che un *rating* costituisca di per sé un'informazione privilegiata, in particolare quando l'agenzia di *rating* lo abbia formulato avendo accesso a informazioni non pubbliche dell'emittente. Ciò vuol significare che è vietato utilizzare il *rating* non ancora pubblicato al fine di effettuare attività di negoziazione o comunicare tale informazione a terzi, eccetto nell'esercizio normale del proprio lavoro, della propria professione o nell'adempimento delle proprie funzioni. Un'agenzia di *rating*, tuttavia, sarebbe autorizzata a comunicare un *rating* di imminente pubblicazione all'emittente, affinché quest'ultimo verifichi l'esattezza delle informazioni sulla base delle quali tale *rating* è stato attribuito.

In sostanza, la Commissione con l'emanazione della Comunicazione esprimeva la propria convinzione circa la circostanza che la disciplina degli «abusi di mercato» costituisse un quadro

[155] Pertanto è vietato ad un'agenzia di *rating* o ad un dipendente della stessa che abbia accesso ad informazioni privilegiate utilizzare tali informazioni al fine di effettuare attività di negoziazione. Inoltre, è loro vietato anche comunicare tali informazioni privilegiate a terzi, eccetto nell'esercizio normale del proprio lavoro, della propria professione o nell'adempimento delle proprie funzioni. Sotto questo profilo l'articolo 6, paragrafo 3, terzo comma della direttiva 2003/6/CE prevede che gli emittenti o le persone che agiscono in loro nome o per loro conto istituiscano un registro delle persone che lavorano per loro, in virtù di un contratto di lavoro o altro, e che hanno accesso a informazioni privilegiate. Questa disposizione autorizza gli Stati membri ad imporre alle agenzie di *rating* l'obbligo di tenere un registro delle persone aventi accesso alle informazioni privilegiate. Tale registro deve essere aggiornato regolarmente e trasmesso all'autorità competente ogniqualvolta quest'ultima lo richieda.

normativo completo, atto a regolamentare quelle attività delle agenzie di *rating* che avrebbero potuto dare luogo ad abusi del mercato[156].

La seconda macroarea normativa che la Commissione ritiene rilevante per le agenzie di *rating* si sviluppa intorno alla direttiva sui requisiti patrimoniali per gli enti creditizi e le imprese d'investimento (CRD) e relativa normativa di attuazione[157].

La CRD disciplina i requisiti patrimoniali internazionali adottati nel 2004 dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (c.d. "Basilea 2") e prevede l'utilizzo di valutazioni del merito di credito esterne nella determinazione delle ponderazioni del rischio ai fini del computo del patrimonio di vigilanza di cui banche e imprese d'investimento devono necessariamente dotarsi. Al riguardo è prodromico precisare che solo l'utilizzo di valutazioni fornite da agenzie esterne di valutazione del merito di credito riconosciute (cc.dd. ECAI) è ritenuto idoneo ai fini della ponderazione del rischio connesso ad una determinata attività. La direttiva indica anche un meccanismo di riconoscimento delle ECAI da parte delle autorità di vigilanza di volta in volta competenti, enumerando un certo numero di

---

[156] Su tali argomenti, oltre alla Comunicazione, si veda G.FERRARINI, *La nuova disciplina europea dell'abuso di mercato*, in *Riv. soc*., 2004, 43; E.PEDERZINI, *La disciplina degli abusi di mercato. Note introduttive (Commentario sistematico alle modifiche introdotte dall'art. 9 l. 18 aprile 2005, n. 62 "Disposizioni per l'adempimento degli obblighi derivanti dall'appartenenza dell'Italia alle Comunità europee, legge comunitaria 2004" al d.lg. 24 febbraio 1998, n. 58)*, in *Nuove leggi civili commentate*, 2007, 973 ss.; C.ALVISI, *Abusi di mercato e tutele civili*, in *Contr. impr. europa*, 2007, 181 ss.; F.SGUBBI, voce *Abusi di mercato (diritto commerciale)*, in *Enc. del diritto, Aggiornamento*, tomo II, 2008; A.CRESPI, *Manipolazione del mercato e manipolazione di norme incriminatici*, in *Banca e borsa*, 2009, 107 ss.

[157] Attuali direttiva 2006/48/CE relativa all'accesso all'attività degli enti creditizi ed al suo esercizio e la direttiva 2006/49/CE relativa all'adeguatezza patrimoniale delle imprese di investimento e degli enti creditizi. In Italia il recepimento avviene con il d.l. 27 dicembre 2006, n. 297, successivamente convertito, che apporta significative modifiche al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia (TUB); seguono un decreto del Ministro dell'Economia e delle finanze, anch'esso del 27 dicembre 2006, nonché la circolare n. 263 della banca d'Italia, di pari data. Sull'argomento, in luogo di molti, C.COSTA, *Le regole di Basilea II tra tutela del capitale delle banche e comportamenti virtuosi delle imprese*, in *Dir. fall*., 2008, 98 ss.; M.SCIUTO, *Organizzazione e merito di credito delle società a responsabilità limitata alla luce di "Basilea 2"*, in *Banca e borsa*, 2007, 702 ss.; F.DEZZANI, *"Basilea 2" e il merito creditizio delle imprese*, in *Società*, 2007, 405 ss.

requisiti che le ECAI devono soddisfare per ottenere il riconoscimento[158].

È bene premettere che la CRD non costituisce un atto normativo che impone alle agenzie di *rating* l'adozione di particolari modalità per lo svolgimento della propria attività, concentrandosi invece in via prevalente su questioni inerenti alla ponderazione dei requisiti patrimoniali. Pertanto, la procedura di riconoscimento delle ECAI non si occupa dei temi attinenti alle norme di comportamento delle agenzie di *rating* in generale. Nulla vieta poi alle agenzie di *rating* di scegliere di non diventare ECAI a norma della CRD e, per l'effetto, di non assoggettarsi alla relativa disciplina cogente. È tuttavia vero che l'assunzione della qualifica di ECAI consente all'agenzia che l'ottiene di entrare a far parte di un *business* molto remunerativo nonché di fregiarsi di un'etichetta reputazionale considerevole. Tali benefici spiegano come poi, in concreto, le principali agenzie di *rating* abbiano richiesto, e ottenuto, dalle autorità di vigilanza di volta in volta competenti la qualifica di ECAI e, in quanto tali, si siano assoggettate alla normativa applicabile in materia.

Per quanto concerne poi la terza e ultima macroarea normativa ritenuta rilevante dalla Commissione nel 2005/2006 con riferimento all'attività di *rating*, essa si sviluppa intorno alla direttiva relativa ai mercati degli strumenti finanziari (c.d. MIFID)[159]. La MIFID e le sue misure di esecuzione non sono applicabili all'attività caratteristica di emissione/aggiornamento dei *rating* svolta dalle agenzie ove a tale attività non si accompagni quella di prestazione di servizi d'investimento. In altre parole, l'attribuzione di un *rating* non implica

[158] A titolo esemplificativo, per ottenere il riconoscimento da parte delle autorità di vigilanza competenti, i *rating* delle agenzie devono essere attribuiti in modo obiettivo e indipendente e regolarmente rivisti. Inoltre, le loro procedure di *rating* devono essere sufficientemente trasparenti. Le autorità competenti devono anche verificare se, sul mercato, le valutazioni del merito di credito di una determinata ECAI siano considerate credibili ed affidabili dai loro utenti e se siano accessibili a condizioni equivalenti per tutte le parti interessate.

[159] Direttiva 2004/39/CE del 21 aprile 2004 (in G.U. L 145 del 30 aprile 2004). Sulle nvità introdotte dalla Mifid nell'ordinamento italiano si veda, tra gli altri, V.ROPPO, *Sui contratti del mercato finanziario, prima e dopo la Mifid*, in *Riv. dir. priv*., 2008, 485 ss.; A.NIGRO, *La nuova regolamentazione dei mercati finanziari: i principi di fondo delle direttive e del regolamento MiFID*, in *Dir. banc*., 2008, 3 ss.; R.RORDORF, *La tutela del risparmiatore: norme nuove, problemi vecchi*, in *Società*, 2008, 269 ss.

normalmente che l'agenzia fornisca anche «*consulenza in materia di investimenti*» ai sensi dell'allegato I della MIFID. Le agenzie di *rating*, tuttavia, devono rispettare i confini precisi che circoscrivono la propria attività caratteristica per non incorrere nel campo di applicazione della MIFID e nelle maglie della relativa regolamentazione.

Di converso, le società di *rating* che forniscono anche servizi d'investimento e svolgono attività di investimento a titolo professionale necessitano di un'autorizzazione in tal senso. In siffatti casi, le disposizioni della MIFID riguardanti le norme di comportamento e i requisiti organizzativi si applicheranno all'agenzia ed ai servizi d'investimento da questa prestati[160].

In conclusione, la *Comunicazione* della Commissione europea (i) chiarisce come già esistano a livello comunitario normative cogenti volte a disciplinare alcuni aspetti dell'attività delle agenzie di *rating*, (ii) raccomanda alle società di *rating* di conformarsi spontaneamente ai precetti di autodisciplina individuati dalla IOSCO nel codice di comportamento dalla stessa emanato[161] e (iii) in applicazione del principio generale secondo cui il ricorso a nuove soluzioni legislative costituisce *extrema ratio*, rileva che un quadro giuridico completo per l'edificazione, eteronoma o privata, dell'attività di *rating* possa già

---

[160] Come si legge nell'art. 3.1 della Comunicazione, «*Quando, ad esempio, un'agenzia di rating fornisce servizi d'investimento (come la consulenza in materia di investimenti) a clienti che rientrano nel campo di applicazione della MIFID, si applicheranno le disposizioni sui conflitti di interesse per proteggere gli interessi dei destinatari dei servizi in questione. Tali disposizioni riguardanti i conflitti di interesse possono imporre un grado adeguato di separazione tra servizi d'investimento e processo di rating, in modo che la prestazione di servizi accessori non comprometta la qualità e l'obiettività dei rating*». Cfr. A.ANTONUCCI, *Regole di condotta e conflitti di interesse*, in *Banca e borsa*, 2009, 9 ss.; S.FORTUNATO, *Conflitto di interessi e disciplina degli* inducements, in in *Banca e borsa*, 2009, 136 ss.; D.MAFFEIS, *Sostanza e rigore nella disciplina MiFID del conflitto di interessi*, in *Dir. banc*., 2008, 581 ss.

[161] Ad avviso della Commissione (art. 3.2 della Comunicazione), è molto importante non soltanto che le agenzie di *rating* incorporino il codice di condotta della IOSCO nel proprio codice di condotta, ma anche che si conformino pienamente al codice della IOSCO applicando effettivamente il loro codice nella pratica quotidiana. Negli anni futuri, le agenzie di *rating* dovranno informare regolarmente tutte le parti interessate in merito all'applicazione dei loro codici di condotta. Di conseguenza, la Commissione raccomanda di analizzare periodicamente gli effetti del codice della IOSCO.

considerarsi ricavato - nel 2006 - dal complesso di normative comunitarie descritto, con l'effetto finale che all'epoca era convinzione delle istituzioni comunitarie che, nel settore del *rating*, «*è stato trovato un equilibrio adeguato tra legislazione ed autoregolamentazione e che non occorre pertanto prevedere altre iniziative legislative per il momento*»[162].

Nel 2006, con la pubblicazione della *Comunicazione sulle agenzie di rating del credito*, si assiste alla più elevata presa di coscienza normativa, ma al contempo anche all'inizio del tramonto, della tesi secondo cui il settore del *rating* non necessiterebbe di normazione eteronoma bensì potrebbe, o meglio dovrebbe, continuare a svilupparsi autonomamente, essendo ottimale *in subiecta materia* il rispetto di semplici regole di autodisciplina[163].

Questo momento, tuttavia, oltre a rappresentare l'apice della tesi anzidetta costituisce al contempo l'inizio di una radicale inversione di tendenza ideologica. Come vedremo nel prosieguo, da un lato la diversa via seguita dal legislatore statunitense e, dall'altro, il manifestarsi, e poi incessante propagarsi, della crisi della finanza strutturata mondiale del 2008, hanno spinto verso una consistente regolamentazione del mercato dei *credit rating* e delle società di *rating,* spostando significativamente la linea di osservazione del fenomeno dalle presunte "virtù del mercato e scetticismo delle regole"[164] verso una ferrea regolamentazione in materia.

---

[162] Così testualmente l'art. 4 della Comunicazione.

[163] Quello che in dottrina è stato definito un "*wait and see approach*"; si veda V.SANTORO, *Le agenzie di rating*, dattiloscritto dell'intervento al convegno *La responsabilità degli esponenti nei mercati*, Perugia, 6-7 giugno 2008.

[164] Espressione tratta, sebbene in altro contesto, da G.ROSSI-A.STABILINI, *Virtù del mercato e scetticismo delle regole: appunti a margine della riforma del diritto societario*, in *Riv. soc*., 2003, 1 ss. D'altra parte, come osserva di recente G.MONTEDORO, *Economia della crisi, trasformazioni dello Stato, governo dei giudici*, in *Riv. trim. di dir. dell'economia*, in *www.fondazionecapriglione.luiss.it*, 2009, 59 ss., in molti ritengono che «*la ragione della crisi non risiederebbe nella invadenza del mercato ma nella sua debolezza: mercato debole è un mercato non sufficientemente regolato, ciò che avrebbe determinato l'inizio del tracollo sarebbe una carenza di regole e controlli pubblici , non la mancanza di (teorica) attitudine dei mercati a svolgere in modo ottimale il ruolo di creatori della ricchezza*».

4. *L'ordinamento statunitense sino alla crisi della finanza strutturata del 2007-2009 (il* Credit Rating Agency Reform Act of 2006*).*

L'evoluzione normativa in materia di *credit rating* si è sviluppata in maniera sensibilmente diversa negli Stati Uniti rispetto a quanto è avvenuto nell'Unione europea sia, come abbiamo visto, nel corso del ventesimo secolo che nei primi anni del ventunesimo.

Venendo alla fase più recente, si è riscontrato che, per una pluralità di motivi, il mercato del *rating* è stato piuttosto chiuso e governato da pochissimi operatori in una sorta di oligopolio naturale. Ancor più precisamente, e sulla falsariga della dottrina statunitense, più che di oligopolio dovrebbe parlarsi di un vero e proprio "duopolio" di Moody's e Standard & Poor's nel settore.

Ciò in quanto, nella prassi, gli emittenti sono soliti richiedere l'assegnazione di un *rating* sia a Moody's che a Standard & Poor's (cd. "*two-rating norm*"). Ci si avvale generalmente di Fitch solo nel caso in cui i giudizi ricevuti da Moody's e a Standard & Poor's si rivelino fra loro discordanti.

Un approccio similare caratterizza le politiche di investimento degli investitori professionali e *retail*, i quali ripongono maggiore affidamento sui giudizi emanati da Moody's e da Standard & Poor's rispetto agli altri presenti sul mercato[165].

Anche l'orientamento giurisprudenziale d'oltreoceano attribuisce rilievo scriminante del comportamento degli intermediari, in termini di adeguata e prudente gestione del rischio di investimento per conto dei clienti, alla consultazione dei *rating* emessi da Moody's e da Standard & Poor's[166].

---

[165] L.J.WHITE, *The Credit Rating Industry: An Industrial Organization Analysis*, in R.M. Levich-G.Majnoni-C.M.Reihnart, *Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System*, Boston, Kluwer Academic Publishers, 2002, 41; R.CANTOR-F.PACKER, *Multiple Ratings and Credit Standards: Differences of Opinion in the Credit Rating Industry*, in Federal Reserve Bank of New York staff reports 3–5, 1996; C.A.HILL, *Regulating the Rating Agencies*, *Business, Economics and Regulatory Policy*, Working Paper. No. 452022, Georgetown University Law Center, in www.ssrn.com, 60-61.

[166] Nel caso *In George T.Glennie v. Abitini-Price Corp.*, 912 F.Supp. 993, (W.D. Mich. 1996), la Corte ha disposto: «*[E]ven though the ratings of Standard & Poor's and Moody's are not per se determinative of prudence, they are significant factors in deciding whether an investment is prudent. That is, the ratings are important*

Nell'ottica delle agenzie di *rating* di minori dimensioni alle naturali barriere all'entrata derivanti dagli alti costi necessari per crearsi una reputazione adeguata al fine di poter competere con la *two-rating norm*, si aggiungevano le difficoltà derivanti dal comportamento sin troppo discrezionale della SEC[167]. L'autorità di vigilanza statunitense, infatti, per un lungo periodo di tempo, anche surrogata dalla mancanza di precisi riferimenti normativi, è stata assai parsimoniosa nel rilasciare la qualifica di NSRO.

Non è chiaro se questo comportamento fosse strumentale ad un eccessivo protezionismo del mercato ovvero conseguente alla preoccupazione dell'ingresso di operatori non del tutto affidabili.

Tale pratica è stata etichettata, con formula sintetica ma icastica, in termini di "*government-sponsored cartel*"[168].

---

information that a fiduciary should consider in deciding whether a particular GIC [guaranteed investment contract, a type of investment vehicle] should be purchased for plan participants. This would be especially true of low ratings; a fiduciary of a plan would almost certainly violate the fiduciary duty if the fiduciary caused the plan to purchase a GIC in an insurance company with ratings below "investment grade." Consistently high ratings from the ratings agencies are also important. In the instant case, even though there were two downgrades of MBL [the life insurance company from which the GIC was purchased] in the months preceding February 14, 1991, and even though these downgrades and other reports pointed out MBL's exposure to non-performing mortgages and real estate, the downgrades and reports are balanced with favorable comments about MBL. Even considering the exposure, the ratings remained "investment grade." Further, as previously noted, even after the 1990 downgrades, MBL fit into the Plan's ratings guidelines». Si veda C.A.HILL, *Regulating the Rating Agencies*, *Business, Economics and Regulatory Policy*, Working Paper. No. 452022, Georgetown University Law Center, in www.ssrn.com, 61, nt. 93.

[167] Come osserva L.J.WHITE, *A New Law for the Bond Rating Industry*, 2007, 50, in www.ssrn.com: «*The NRSRO designation, however, had become a significant regulatory barrier to entry into the bond rating business and a significant regulatory protection for the incumbents. To be sure, bond rating was never going to become an atomistically competitive industry. Economies of scale and the importance of reputation in ratings meant that the numbers of ratings firms would be relatively small. But the necessity of obtaining an NRSRO designation before a rating firm could expect to get the attention of issuers (or of regulated financial firms that would want to invest in rated bonds) surely made entry more difficult*».

[168] Con le parole di A.J.POLLOCK, nella sua audizione del 7 marzo 2007 dinanzi al *Committee on Banking, Housing and Urban Affaire* del Senato degli Stati Uniti, nella *Hearing on Assessing the Current Oversight and Operations of Credit Rating Agencies*: «*There is no doubt that the existing SEC regulation and practice represents a significant anti-competitive barrier to entry in the credit rating*

Emblematiche in tal senso sono le parole pronunciate nel 2004 da Barron Putnam, Presidente della LACE Financial (LF), in un'audizione dinanzi l'*House Financial Services Subcommittee on Capital Markets, Insurance and Government Sponsored Enterprises*[169]: «*LACE Financial (LF) has attempted to become a Nationally Recognized Statistical Rating Organization (NRSRO) for the last 12 years so that it could be on a level playing field with its competition. It took the SEC eight years before they acted on our first application, which they denied over the phone but gave no reason for the denial. I had to ask them to put the denial in writing and we received a letter stating that the denial was because we had only three analysts. I wrote back and told them we had eight of ten analysts involved in the rating process and supplied their names. We later received another denial letter stating the NRSRO criteria with a statement saying LF was denied NRSRO status because we "didn't meet the above criteria". We appealed our application on the basis that we were denied NRSRO status without being given a clear reason. This appeal has now been before the SEC for 2 years and three months*».

Come noto la SEC non ha mai formalizzato i criteri e le procedure utilizzati per l'attribuzione dello *status* di NSRO[170].

---

business, although this was not intended when the regulation was introduced 30 years ago. Nonetheless, the actual result of the SEC's actions, and in recent years, inaction, has been to create what is in effect a government-sponsored cartel».

[169] B.PUTNAM, *Statement before the House Financial Services Subcommittee on Capital Markets, Insurance and Government Sponsored Enterprises, regarding The Ratings Game: Improving Transparency and Competition Among the Credit Rating Agencies,* 14 settembre 2004, in www.house.gov, richiamato anche da G.PRESTI, *Le agenzie di* rating*: dalla protezione alla regolazione*, in Atti del convegno di Courmayeur del 26-27 settembre 2008 su *I nuovi equilibri mondiali: imprese, banche, risparmiatori*, Giuffré, Milano, 2009, 83, nt. 23.

[170] Ci ricorda G.PRESTI, *Le agenzie di* rating*: dalla protezione alla regolazione*, in Atti del convegno di Courmayeur del 26-27 settembre 2008 su *I nuovi equilibri mondiali: imprese, banche, risparmiatori*, Giuffré, Milano, 2009, 83, nt. 23, come nella sua audizione del 26 settembre 2007 dinanzi al *Subcommittee on capital markets, insurance, and government sponsored enterprises of the Committee on financial services-U.S. House of Representatives*, *The role and Impact of Credit Rating Agencies on the Subprime Credit Markets*, L.J.WHITE osservasse «*until recently, the Security and Exchange Commission's (SEC) protective wall around the major bond rating companies was one of the best-kept secrets in Washington*».

Prima delle recenti modifiche legislative apportate negli USA dal *Credit Rating Agency Duopoly Relief Act* del luglio 2006, la qualifica di NSRO veniva attribuita dalla SEC[171] su istanza dell'agenzia interessata, al termine di una procedura valutativa piuttosto nebulosa e i cui tratti caratterizzanti erano quelli di seguito sintetizzati.

Ricevuta la domanda, la SEC invitava l'agenzia richiedente a fornire prova di affidabilità e credibilità in termini di congruità della struttura organizzativa adottata, di indipendenza da pressioni economiche esterne, di dimensioni e qualità dell'organico, di reputazione e integrità dell'operato, di rigore nelle procedure di emissione dei *rating* nonché di possesso di procedure idonee a mantenere riservate le informazioni privilegiate ricevute[172].

Criterio ulteriore, e sicuramente essenziale, era poi che l'agenzia fosse dotata di "riconoscimento nazionale", e cioè fosse «*recognized in the United States by the preminent users of rating services as a credible and reliable source of ratings*», con l'effetto di rendere particolarmente improbabile l'attribuzione della qualifica di NSRO ad agenzie non statunitensi.

Era inoltre prassi gradita all'autorità di vigilanza l'assoggettamento, su base volontaria, all'*Investment Advisers Act* del 1940 da parte delle agenzie che presentavano domanda di riconoscimento. Tale registrazione era volontaria e per l'effetto si conseguiva la qualifica di "*investment adviser*", categoria assoggettata a un generico potere ispettivo da parte della SEC[173].

---

[171] L'intero processo di attribuzione della qualifica di NSRO non era previsto da testi normativi, e la stessa competenza della SEC a riguardo si fondava sulla mera consuetudine, iniziata nel 1975 con il riconoscimento delle prime agenzie.

[172] È la stessa SEC, nel suo *Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets As Required by Section 702(b) of the Sarbanes-Oxley Act of 2002*, 2003, 9-10, a dar conto dei criteri sopra indicati.

[173] Sebbene le agenzie fossero registrate come "*investment adviser*", era pacifico che alle stesse non si applicassero le relative disposizioni regolamentari, considerata la diversa funzione dei giudizi resi dalle agenzie rispetto a quelli resi dagli *advisor* finanziari. In maniera efficace A.K.RHODES, *The Role of the SEC in the Regulation of the Rating Agencies: Well-Placed Reliance or Free-Market Interference?*, in *20 Seton Hall Legis. J.*, 1996, 229 osserva: «*an investment adviser, receives separate or additional compensation that represents a clearly definable charge for providing investment advice, or provides specific investment advice. An NSRO, by contrast, assigns ratings which are opinions on the credit risk of an issuers, not specific investment advice to buy or sell a specific security. Furthermore, these opinions are*

Se non v'erano impedimenti, il riconoscimento avveniva entro un paio di mesi, mediante una lettera indirizzata all'agenzia richiedente e resa di dominio pubblico, contenente una dichiarazione di nulla-osta (*no-action letter*) da parte della SEC a che l'agenzia svolgesse i propri servizi di *rating* fregiandosi della qualifica di NSRO[174].

In assenza di precisi criteri oggettivi cui ricollegare l'attribuzione dello *status* di NSRO era noto agli operatori che il requisito essenziale da possedere e documentare fosse quello del "riconoscimento nazionale" in capo al richiedente. E considerato che solo i giudizi emessi da agenzie già in possesso della qualifica di NSRO potevano dirsi con certezza muniti dell'anzidetto "riconoscimento nazionale", ci si trovava dinanzi a quello che è stato efficacemente definito «*un perverso circolo chiuso del genere "comma 22"*»[175].

Dato che in maniera sempre crescente la regolamentazione finanziaria globale assegnava valenza ai *rating* emessi dalle NSRO, l'ottenimento del predetto *status* era divenuto sempre più ambito da parte di agenzie anche di dimensioni medio-piccole e/o in fase di *start-up*.

Di qui la constatazione che, sebbene le domande di riconoscimento della qualifica fossero numerose, l'ottenimento della stessa si rivelava in concreto assai remoto. A giustificazione del mancato ottenimento della qualifica di NSRO, le agenzie di *rating* di dimensioni medio-piccole facevano riferimento al paradosso del

---

not made to a particular investor in exchange for compensation form that investor. NSROs (…) were not intended to be regulated by the Advisers Act».

[174] Sulla procedura di attribuzione della qualifica di NSRO prima delle recenti riforme statunitensi del 2006, nella letteratura italiana si veda F.DRIGO, *La responsabilità delle agenzie di* rating *per il danno all'informato*. *L'esperienza statunitense*, in *Rass. dir. civ*., 2006, 496 ss.; Per la letteratura d'oltreoceano si vedano, *ex multis*, A.K.RHODES, *The Role of the SEC in the Regulation of the Rating Agencies: Well-Placed Reliance or Free-Market Interference?*, in *20 Seton Hall Legis. J.*, 1996, 293 ss.; L.J.WHITE, *A New Law for the Bond Rating Industry*, 2007, 50, in www.ssrn.com.

[175] Espressione qui tratta da G.PRESTI, *Le agenzie di* rating*: dalla protezione alla regolazione*, in Atti del convegno di Courmayeur del 26-27 settembre 2008 su *I nuovi equilibri mondiali: imprese, banche, risparmiatori*, Giuffré, Milano, 2009, 83, il quale a sua volta fa uso di un'espressione tipicamente utilizzata dalla dottrina statunitense che si è pronunciata in materia, tra cui L.J.WHITE, *A New Law for the Bond Rating Industry*, 2007, 51, in www.ssrn.com.

"Comma 22" (c.d. "*Catch-22 dilemma*"), il cui effetto circolare per i richiedenti è stato così autorevolmente raffigurato: «*they could not get the NSRO designation until they were "nationally recognized", and they could not become become "nationally recognized" until they received the NSRO designation that gave legal effect to their ratings*»[176].

In risposta alle inefficienze descritte, alcuni Autori hanno suggerito di ridimensionare l'utilità intrinseca del *rating*[177], ipotizzando strumenti alternativi di valutazione che potessero farne le veci anche a fini regolamentari, essenzialmente basati su sintesi di elementi già noti al mercato (cc.dd. *market based measures*) dotati di maggiore reattività, oggettività e affidabilità.

Tra di essi sono stati suggeriti gli *spreads* di mercato[178], i *credit default swaps*[179] nonché formule calcolate sul patrimonio netto degli emittenti (c.d. *equity-based measure of credit risk.*)[180].

---

[176] J.COFFEE JR., *Gatekeepers. The Professions and Corporate Governance,* Oxford, 2006, 291.

[177] Nel pensiero di F.PARTNOY nell'audizione del 29 giugno 2005, *Legislative Solutions for the Rating Agency Duopoly*, in www.house.gov., «*credit ratings are important because regulations say they are*».

[178] Con "*credit spread*" si indicano tutta una serie di misure che servono per determinare quanto un investitore viene pagato per essere compensato per assumere il rischio di credito intrinseco nel titolo. Tra le misure di credito maggiormente consosciute possono annoverarsi le seguenti: *yield spread, asset swap spread, option adjusted spread (OAS), zero volatility spread, discount margin, default swap spread, hazard rate*.

[179] I *credit default swap* (CDS) sono contratti in cui un soggetto (c.d. *protection buyer*), a fronte di pagamenti periodici effettuati a favore della controparte (c.d. *protection seller*), si protegge dal rischio di credito associato ad un determinato sottostante, generalmente denominato *reference asset*, che può essere costituito da una specifica emissione, da un emittente o da un intero portafoglio di strumenti finanziari. I rischi coperti dal CDS sono connessi ad alcuni eventi (c.d. *credit event*) indicati nel contratto (ad esempio l'insolvenza dell'emittente l'obbligazione, c.d. *default*), al cui verificarsi si realizzano dei flussi di pagamento fra le parti.

[180] In tal senso F.PARTNOY, *How and Why Credit Rating Agencies Are Not Like Other Gatekeepers*, *Legal studies research paper series, research paper No. 07-46*, maggio 2006, www.ssrn.com; ID, *The paradox of Credit Ratings*, in *Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System*, a cura di R.M Levich a altri, 2002, 80 ss.; cfr. K.LEHN, *Letter to Jonathan G. Katz, Secretary, SEC*, December 5, 1994, in www.sec.gov., in U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets As Required by Section 702(b) of the Sarbanes-Oxley Act of 2002*, 2003, 11, nt. 33.

Le tesi riportate, tuttavia, non hanno riscosso particolare successo. Sono state infatti sollevate diverse obiezioni volte a ridimensionarne i profili di attrattiva e ad evidenziarne i limiti.

In primo luogo è stato osservato come i criteri *marked-based* tendano a sovrastimare sistematicamente il rischio di *default*[181].

Inoltre, per quanto concerne in particolare il criterio dei *credit spreads*, si è rilevato come esso sia molto più volatile dei *credit rating*[182] in quanto suscettibile di variazione giornaliera[183].

Sotto un diverso profilo si è sottolineato come le valorizzazioni *market-based* rappresentino una mera sintesi dell'andamento passato rimanendo sprovviste di una componente valutativa prospettica (c.d. *backward looking*)[184].

---

[181] In tale senso il medesimo promotore della tesi, F.PARTNOY, *How and Why Credit Rating Agencies Are Not Like Other Gatekeepers*, *Legal studies research paper series, research paper No. 07-46*, maggio 2006, www.ssrn.com, 80, nt. 66; cfr. P.SALTZMAN, *Executive Vice President and General Counsel, The Bond Market Association*, audizione presso la SEC del 21 novembre 2002: «*[C]redit spreads basically are much more likely to give you false negatives*»; S.L.SCHWARCZ, audizione presso la SEC del 21 novembre 2002, «*Rating agencies are, and are intended to be, more conservatively stable [than credit spreads]»*, entrambe riportate in U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets As Required by Section 702(b) of the Sarbanes-Oxley Act of 2002*, 2003, 39, nt. 106.

[182] U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets As Required by Section 702(b) of the Sarbanes-Oxley Act of 2002*, 2003, 39; C.A.HILL, *Regulating the Rating Agencies, Business, Economics and Regulatory Policy*, *Working Paper. No. 452022, Georgetown University Law Center*, in *www.ssrn.com*, 87; J.COFFEE JR., *Gatekeepers. The Professions and Corporate Governance,* Oxford, 2006, 297.

[183] In risposta all'osservazione circa la fluttuazione giornaliera dei *credit spreads* F.PARTNOY, *How and Why Credit Rating Agencies Are Not Like Other Gatekeepers*, *Legal studies research paper series, research paper No. 07-46*, maggio 2006, www.ssrn.com, 92, suggerisce l'utilizzo di una media appositamente ponderata e rileva come l'utilizzo di tale criterio, sebbene sia suscettibile di continua fluttuazione a dispetto della maggiore stabilità del *credit rating*, a differenza di quest'ultimo è maggiormente prevedibile e calcolabile da parte degli investitori istituzionali e non causerebbe, attesa la sua maggiore prevedibilità, quell'inizio di spirale negativa (etichettata in termini di "profezia di insolvenza") tipicamente collegata all'attuale *dowgrading*.

[184] Così F.A.FERNANDEZ, audizione del 15 novembre 2002 dinanzi la *U.S. Securities and Exchange Commission*, *The Current Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets*, in www.sec.gov, secondo il quale: «*Spreads are the reflection of the last trade in the marketplace, and that*

Infine, la critica probabilmente più centrata è stata quella relativa alla più limitata applicabilità di tali criteri rispetto ai *credit rating*, in quanto i primi – e non anche i secondi – sarebbero intrinsecamente suscettibili di trovare applicazione esclusivamente a prodotti finanziari già emessi e scambiati su un mercato secondario dotato di sufficiente liquidità[185].

In sostanza, lo strumento dei *credit rating* rimaneva, nell'ottica comune, il più indicato per la misurazione del merito di credito di emittenti e prodotti finanziari nonostante le numerose e significative inefficienze derivanti dalla scarsa concorrenzialità del mercato, dalla diffusa presenza di conflitti di interessi, dalla tendenziale irresponsabilità civile delle agenzie in caso di attribuzione di giudizi poi rivelatisi errati, dalla constatazione che la domanda di *rating* era artificialmente drogata dalla valenza regolamentare a questo attribuita, dall'opacità nell'attribuzione dello *status* di NSRO e dalla mancanza di forme di vigilanza successive sull'operato delle medesime.

La situazione descritta ha costituito uno dei fattori che ha contribuito all'acuirsi delle crisi societarie e finanziarie di inizio millennio e, pertanto, ha giustificato prima negli Stati Uniti e poi nell'Unione europea studi e interventi sistematici volti a migliorare il mercato dei *credit rating*.

---

market may be wrong on any given day about the long-term fundamental value, the probability of default or ultimate recovery value of any security». L'osservazione è stata ritenuta "insensata" dal padre della tesi dei *credit spreads*, il quale ha sottolineato come i *credit ratings* siano «*backward looking, much more so than markets, and the agencies admit as much. The advantage of credit spreads is that the regulator can make a decision about how backward looking a measure to use. Moreover, the markets for bonds as well as the markets for CDSs and equities incorporate information about future expectations. To the extent that any measure is likely to be forward looking, it is a market measure, not an NRSRO rating*» (così F.PARTNOY, *How and Why Credit Rating Agencies Are Not Like Other Gatekeepers*, *Legal studies research paper series, research paper No. 07-46*, maggio 2006, www.ssrn.com, 93).

[185] In merito a tale osservazione F.Partnoy, *How and Why Credit Rating Agencies Are Not Like Other Gatekeepers*, *Legal studies research paper series, research paper No. 07-46*, maggio 2006, www.ssrn.com, 93, da un lato ammette la difficoltà di considerare attendibili criteri *marked-based* in ipotesi di titoli illiquidi ma, dall'altro, è dell'opinione che «*objectors argue that market participants would manipulate any market-based measure, using it to take advantage of either arbitrage opportunities or legal rules that depended on market-based ratings. However, it is unclear whether market participants would have greater incentives to manipulate market-based measures than NRSROs have to manipulate ratings*».

Negli Stati Uniti la risposta alle crisi è stata pronta e tangibile.

A seguito di numerose audizioni organizzate sia dalla Camera[186] che dal Senato[187], e dei rapporti della SEC che ne sono derivati[188], nel 2005 viene emanata una *proposed rule* contenente i requisiti per il riconoscimento come NSRO[189] e, nel luglio 2006, viene approvato dalla *House of Representatives* il *Credit Rating Agency Duopoly Relief Act*.

L'atto non diviene legge in quanto non riceve l'approvazione dal Senato prima della fine della sessione parlamentare.

---

[186] Dinanzi al *Subcommittee on Capital Markets, Insurance and Government Sponsored Enterprises of the Committee on Financial Services* si sono svolte le seguenti audizioni: *Rating the rating agencies: the state of trasparency and competition*, 2 aprile 2003; *The ratings game: improving transparency and competition among the Credit Rating Agencies,* 14 settembre 2004; *Reforming Credit Rating Agencies: the Sec's need for statutory authority*, 12 aprile 2005; *Legislative solutions for the rating agencies duopoly*, 29 giugno 2005, tutti disponibili in www.house.gov.

[187] Dinanzi al Senato si sono svolte le seguenti audizioni: *Rating the raters: Enron and the credit rating agencies*, 20 marzo 2002 (*Committee on Governmental Affair*s); *The role of credit rating agencies in the capital markets*, 8 febbraio 2005 (*Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs*); *Assessing the current oversight & operation of credit rating agencies*, 7 marzo 2006 (*Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs*). tutti disponibili in www.senate.gov e richiamati anche da G.PRESTI, *Le agenzie di* rating*: dalla protezione alla regolazione*, in Atti del convegno di Courmayeur del 26-27 settembre 2008 su *I nuovi equilibri mondiali: imprese, banche, risparmiatori*, Giuffré, Milano, 2009, 90, nt. 54 e 55.

[188] Richiamati al capitolo precedente, paragrafo 5.

[189] *Proposed rule* sulla *Definition of Nationally Recognized Statistical Rating Organization* del 19 aprile 2005, in www.sec.gov., ai sensi della quale (v. pp. 20-21) la nozione di NSRO «*would be composed of three components, which the Commission preliminarily believes to be the most important criteria in determining whether an entity's ratings should be relied upon for purposes of the securities laws and Commission rules and regulations. In addition, the Commission is providing interpretations of the proposed definition. Specifically, the Commission is proposing to define the term "NRSRO" as an entity (i) that issues publicly available credit ratings that are current assessments of the creditworthiness of obligors with respect to specific securities or money market instruments; (ii) is generally accepted in the financial markets as an issuer of credible and reliable ratings, including ratings for a particular industry or geographic segment, by the predominant users of securities ratings; and (iii) uses systematic procedures designed to ensure credible and reliable ratings, manage potential conflicts of interest, and prevent the misuse of non-public information, and has sufficient financial resources to ensure compliance with those procedures*».

Ciò nonostante, un analogo progetto viene ripresentato nella sessione successiva e definitivamente approvato dal Senato e dalla Camera, rispettivamente in data 22 e 27 settembre 2006[190], il *Credit Rating Agency Reform Act* (CRARA) che con svolta epocale, modificando e integrando in diverse parti il *Securities and Exchange Act* del 1934, per la prima volta regolamenta in maniera sistematica l'attività di *rating* e assegna alla SEC significativi poteri di vigilanza e normazione secondaria sulla cui base l'Autorità emana una *final rule*[191] che attua la legge rendendola effettiva.

La riforma statunitense si propone di migliorare la qualità dei *rating* al fine di proteggere l'interesse che investitori e mercato in generale ripongono nella responsabilità, trasparenza e concorrenza del settore. Ciò posto, l'autonomia valutativa delle società di *rating* non può in alcun modo essere compressa né dalla SEC né da alcun ente territoriale o politico, rimanendo nella discrezionalità delle NSRO sia

---

[190] Firmato dal Presidente Bush in data 29 settembre 2006. Sul punto si veda L.J.WHITE, *A New Law for the Bond Rating Industry – For better of for Worse?*, Febbraio 2007, Law&Economics research paper series working paper No. 07-09, New York University school of law, in www.ssrn.com, 51 ss. In estrema sintesi, come viene evidenziato nella SEC, *Oversight of Credit Rating Agencies Registered as Nationally Recognized Statistical Rating Organization,* del 18 giugno 2007, in www.sec.gov, le modifiche apportate dal Credit Rating Act of 2006 sono le seguenti: «*the Rating Agency Act implements the program for NRSRO registration and oversight by adding definitions to Section 3 of the Securities Exchange Act of 1934 ("Exchange Act"), creating a new Section 15E of the Exchange Act, and amending Section 17 of the Exchange Act. Under these new statutory provisions, a credit rating agency seeking to be treated as an NRSRO must apply for, and be granted, registration with the Commission, make public in its application certain information to help persons assess its credibility, and implement procedures to manage the handling of material non public information and conflicts of interest. In addition, the Rating Agency Act provides the Commission with rulemaking authority to prescribe: the form of the application (including requiring the furnishing of additional information); the records an NRSRO must make and retain; the financial reports an NRSRO must furnish to the Commission on a periodic basis; the specific procedures an NRSRO must implement to manage the handling of material nonpublic information; the conflicts of interest an NRSRO must manage or avoid altogether; and the practices that an NRSRO must not engage in if the Commission determines they are unfair, coercive, or abusive*».

[191] SEC, *Oversight of Credit Rating Agencies Registered as Nationally Recognized Statistical Rating Organization,* del 18 giugno 2007, in www.sec.gov.

la sostanza dei giudizi che la scelta delle metodologie utilizzate per la determinazione dei *rating*[192].

Il contenuto del *Credit Rating Agency Reform Act* e della relativa normativa di attuazione è piuttosto ampio e innovativo e introduce una serie di novità nel *Securities and Exchange Act* of 1934 fra cui la definizione di *credit rating*[193], di *credit rating agency*[194] e di NSRO[195]; una procedura di ottenimento della qualifica di NSRO (qualifica necessaria ai fini della valenza regolamentare dei *rating*); una serie di obblighi informativi in capo alle NSRO nonché relativi poteri di vigilanza per la SEC.

In estrema sintesi, gli snodi essenziali del nuovo apparato normativo sono i seguenti.

L'ottenimento della qualifica di NSRO presuppone l'avvenuta registrazione da parte dell'agenzia richiedente presso la SEC, a valle di un'apposita procedura scandita nei tempi[196] e fondata su requisiti oggettivi.

La registrazione può essere negata esclusivamente in mancanza di anche uno solo dei requisiti richiesti dalla legge[197] ovvero qualora

---

[192] Il Credit Rating Agency Reforma Act inizia, «*inauspiciously, promising too much to too many*» (questo il commento di L.J.WHITE, *A New Law for the Bond Rating Industry – For better of for Worse?*, Febbraio 2007, Law&Economics research paper series working paper No. 07-09, New York University school of law, in www.ssrn.com, 51), col seguente proposito: «*An Act to improve ratings quality for the protection of investors and in the public interest by fostering accountability, transparency, and competition in the credit rating agency industry*» per poi precisare nel prosieguo che «*neither the Commission nor any State (or political subdivision thereof) may regulate the substance of credit ratings or the procedures and methodologies by which any nationally recognized statistical rating organization determines credit ratings*».

[193] Vedi nota 23.

[194] Vedi nota 53.

[195] Vedi nota 53.

[196] La procedura autorizzativa inizia entro novanta giorni dalla presentazione della domanda completa da parte dell'agenzia richiedente e deve concludersi entro centoventi giorni dall'inizio della stessa (prorogabili motivatamente per massimo ulteriori novanta giorni).

[197] Ai sensi del *Securities and Exchange Act of 1934*, come integrato dal *Credit Rating Agency Reform Act*, la domanda per la registrazione da parte dell'agenzia deve contenere informazioni riguardanti: (i) una misura della *performance* statistica su base *short-term*, *mid-term*, e *long-term* periods (ove applicabile); (ii) procedure e metodologie seguite nella determinazione del *rating*; (iii) politiche o procedure adottate per prevenire l'abuso di informazioni privilegiate; (iv) la struttura

la SEC ritenga che l'istante non disponga di adeguate risorse finanziarie e manageriali che garantiscano uno svolgimento integro dell'attività di *rating*, nel rispetto delle procedure e metodologie illustrate nella domanda[198].

Nella domanda di registrazione le agenzie richiedenti devono fornire dettagliate informazioni sulla loro organizzazione e sulla loro attività, di cui alcune destinate ad essere rese pubbliche[199] mentre altre a rimanere nel possesso della SEC a fini di vigilanza[200].

Le predette informazioni sono suscettibili di aggiornamento da parte delle agenzie che le hanno prodotte su base continuativa (quando divengano *materially inaccurate*) e comunque quantomeno annuale.

---

organizzativa; (v) se è adottato un codice etico e, in assenza, le ragioni di tale assenza; (vi) ogni conflitto di interessi in relazione all'attività di assegnazione dei *rating*; (vii) le categorie di clienti che saranno oggetto di *rating* e per cui il richiedente fa domanda di registrazione; (viii) in via riservata, una lista con indicati i venti maggiori emittenti clienti dell'agenzia in base all'ammontare di ricavi netti percepiti nell'esercizio immediatamente precedente alla data di presentazione della domanda; (ix) in via riservata, apposite certificazioni scritte provenienti da investitori professionali che attestino l'avvenuto utilizzo, ai propri fini, dei *rating* dell'agenzia richiedente per un certo periodo di tempo minimo; e (x) ogni altra informazione o documento riguardante il richiedente e ogni sua parte correlata che la SEC, con apposito *ruling*, possa richiedere ove ritenuto necessario od opportuno alla luce del pubblico interesse o per la protezione degli investitori.

[198] È consuetudine nelle procedure di autorizzazione allo svolgimento di attività a contenuto parapubblicistico l'elencazione di una serie di requisiti oggettivi che il richiedente deve integrare e dimostrare unitamente al mantenimento di una clausola generale volta a riservare all'autorità di vigilanza il potere di poter impedire il rilascio dell'autorizzazione anche in presenza di tutti i requisiti oggettivi ove ciò contrasti con le finalità di tutela generale che l'autorizzazione intende preservare. Per una struttura similare nell'ordinamento italiano, ad esempio, si veda l'art. 19 del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, che disciplinando la procedura di rilascio dell'autorizzazione alle SIM da parte della Consob prevede oltre a determinati requisiti oggettivi che il richiedente deve comprovare anche il potere di negare l'autorizzazione quando non risulta garantita la sana e prudente gestione. In argomento ex multis F.MERUSI, Sub *art. 19 del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, nel *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria* a cura di Alpa e Capriglione, Cedam, Padova, 1998, I, 201 ss.

[199] Tra cui le *performance* statistiche, le procedure e metodologie seguite, il significato dei diversi giudizi di *rating*, le procedure seguite per proteggere le informazioni privilegiate, la struttura organizzativa, la presenza o meno di un codice etico, i conflitti di interesse cui l'agenzia è esposta.

[200] Ad esempio la lista dei venti maggiori clienti, degli emittenti giudicati, alcune informazioni finanziarie e sui proventi percepiti.

Per effetto dell'avvenuta registrazione la società di *rating* diviene soggetta ai poteri di vigilanza della SEC ed è tenuta a trasmettere periodicamente tutta una serie di ulteriori informazioni. Inoltre le NSRO sono tenute a designare un *compliance officer* e ad adottare procedure per prevenire sia l'abuso di informazioni privilegiate sia per identificare e gestire i conflitti di interesse. Su entrambi gli aspetti la SEC ha il potere di imporre particolari prescrizioni o procedure e, limitatamente ai conflitti di interesse, di vietarne alcuni.

Per quanto in particolare concerne i conflitti di interesse, la SEC ha predisposto sia una *grey list* di situazioni conflittuali che non impediscono la conduzione dell'attività di *rating* (a condizione che il conflitto sia reso pubblico insieme alle relative procedure di gestione)[201], sia una *black list* che, ove integrata, preclude

[201] Come è precisato nella *final rule* della SEC, *Oversight of Credit Rating Agencies Registered as Nationally Recognized Statistical Rating Organization,* del 18 giugno 2007, in www.sec.gov., le seguenti circostanze danno luogo a "conflitto di interessi" rilevante:
«*(1) Being paid by issuers or underwriters to determine credit ratings with respect to securities or money market instruments they issue or underwrite.*
(2) Being paid by obligors to determine credit ratings with respect to the obligors.
(3) Being paid for services in addition to determining credit ratings by issuers, underwriters, or obligors that have paid the nationally recognized statistical rating organization to determine a credit rating.
(4) Being paid by persons for subscriptions to receive or access the credit ratings of the nationally recognized statistical rating organization and/or for other services offered by the nationally recognized statistical rating organization where such persons may use the credit ratings of the nationally recognized statistical rating organization to comply with, and obtain benefits or relief under, statutes and regulations using the term nationally recognized statistical rating organization.
(5) Being paid by persons for subscriptions to receive or access the credit ratings of the nationally recognized statistical rating organization and/or for other services offered by the nationally recognized statistical rating organization where such persons also may own investments or have entered into transactions that could be favorably or adversely impacted by a credit rating issued by the nationally recognized statistical rating organization.
(6) Allowing persons within the nationally recognized statistical rating organization to directly own securities or money market instruments of, or having other direct ownership interests in, issuers or obligors subject to a credit rating determined by the nationally recognized statistical rating organization.
(7) Allowing persons within the nationally recognized statistical rating organization to have a business relationship that is more than an arms length ordinary course of

l'assegnazione o il mantenimento del *rating* nei confronti dell'emittente che, nell'ultimo esercizio, abbia corrisposto alla NSRO compensi pari o superiori al dieci per cento del reddito netto di quest'ultima oppure sia legato all'agenzia e/o ai suoi analisti da determinati rapporti[202].

Inoltre è proibito alle NSRO di porre in essere alcune pratiche commerciali sleali - ritenute *unfair*, *coercive* o *abusive* - in relazione allo svolgimento dell'attività di *rating*, tra cui a titolo esemplificativo quelle che consistono nella minaccia: (i) di condizionare l'attribuzione

---

business relationship with issuers or obligors subject to a credit rating determined by the nationally recognized statistical rating organization.
(8) Having a person associated with the nationally recognized statistical rating organization that is a broker or dealer engaged in the business of underwriting securities or money market instruments.
(9) Any other type of conflict of interest relating to the issuance of credit ratings by the nationally recognized statistical rating organization that is material to the nationally recognized statistical rating organization and that is identified by the nationally recognized statistical rating organization in Exhibit 6 to Form NRSRO».

[202] Ai sensi della nella *final rule* della SEC richiamata nella precedente nota, costituiscono invece conflitti di interesse vietati i seguenti:
«*(1) The nationally recognized statistical rating organization issues or maintains a credit rating solicited by a person that, in the most recently ended fiscal year, provided the nationally recognized statistical rating organization with net revenue equaling or exceeding 10% of the total net revenue of the nationally recognized statistical rating organization for the fiscal year;*
(2) The nationally recognized statistical rating organization issues or maintains a credit rating with respect to a person (excluding a sovereign nation or an agency of a sovereign nation) where the nationally recognized statistical rating organization, a credit analyst that participated in determining the credit rating, or a person responsible for approving the credit rating, directly owns securities of, or has any other direct ownership interest in, the person that is subject to the credit rating;
(3) The nationally recognized statistical rating organization issues or maintains a credit rating with respect to a person associated with the nationally recognized statistical rating organization; or
(4) The nationally recognized statistical rating organization issues or maintains a credit rating where a credit analyst who participated in determining the credit rating, or a person responsible for approving the credit rating, is an officer or director of the person that is subject to the credit rating.
(d) For the purposes of this section, the term person within a nationally recognized statistical rating organization means a nationally recognized statistical rating organization, its credit rating affiliates identified on Form NRSRO, and any partner, officer, director, branch manager, and employee of the nationally recognized statistical rating organization or its credit rating affiliates (or any person occupying a similar status or performing similar functions)».

di un *rating* all'acquisto da parte dell'emittente di altri servizi o prodotti, (ii) di un *downgrading*, o del rifiuto di attribuire un *rating*, su prodotti di finanza strutturata nel caso in cui tutti o parte degli *assets* facenti parte del prodotto complessivo non vengano assoggettati al *rating* dell'agenzia; (iii) di modificare il *rating* già emesso ove l'emittente o altra società del gruppo di quest'ultimo non dovesse acquistare altri *rating* da parte dell'agenzia in relazione ad altri prodotti finanziari relativi all'emittente medesimo o a società del suo gruppo.

La SEC dispone poi del potere esclusivo di comminare sanzioni nei confronti delle agenzie per le violazioni del nuovo *corpus* normativo.

In linea teorica a metà 2007 il quadro normativo statunitense poteva considerarsi moderno e compiuto. La disciplina, infatti, affrontava *expressis verbis* tutti gli aspetti più rilevanti del dibattito relativo alla funzione del *rating* e alla sua migliore regolamentazione (tra cui i temi inerenti l'apertura del mercato, la gestione dei conflitti di interesse, la *disclosure* su metodi e procedure utilizzati, la soggezione ad una vigilanza pubblica).

Rimanevano, ovviamente, le difficoltà di prevedere quale sarebbe stato il reale impatto delle nuove disposizioni in termini di miglioramento effettivo del settore, ma questo, è noto, costituisce interrogativo insoluto di fondo che accompagna qualsivoglia riforma legislativa nei primi anni di attuazione pratica[203].

Tuttavia, nel caso di specie la modernità del nuovo *corpus* normativo statunitense viene subito messa alla prova, e poi in

[203] Sebbene in un diverso contesto, un quadro efficace della lentezza con cui le riforme legislative, anche significative, sono in grado di produrre effetto sul complesso normativo vigente in materia si trova in F.D'ALESSANDRO, *"La provincia del diritto societario inderogabile (ri)determinata". Ovvero: esiste ancora il diritto societario?*, in *Riv. soc*., 2003, 34 ss., il quale, con accezione metaforica, ricorda che «*gli ordinamenti sono come grandi navi, dotate di una massa enorme; e così pure, appunto, di una grande inerzia, che rende difficile a chiunque, anche allo stesso legislatore, indurre repentini mutamenti di rotta. È possibile infatti cambiare le norme dalla sera alla mattina. Ma le norme non sono l'ordinamento. L'ordinamento è il sistema, ossia il fitto insieme di concetti, di principi, di dogmi, di soluzioni tessuto pazientemente negli anni dalla elaborazione interpretativa. Se il conflitto tra le nuove regole e il vecchio sistema non è frontale, non è di immediata percezione, esso sopravvive alle riforme per lungo tempo, a volte per sempre. Se invece il contrasto è evidente e incontrovertibile, esso tende a comporsi più presto. Ma molte volte, anche qui, non subito, né totalmente*».

discussione, pochi mesi dopo la sua attuazione con l'avvento tanto inaspettato quanto devastante della crisi della finanza strutturata dell'estate 2007 (c.d. bolla dei mutui *sub-prime*), i cui effetti si sono propagati in maniera epidemica e hanno messo in ginocchio l'economia mondiale fino ai giorni nostri.

Come spesso accade in tempo di crisi, le reazioni volte a ripristinare la fiducia negli investitori e nei mercati non hanno tardato a manifestarsi e lo hanno fatto in termini di ancor più rigorosa normazione dei mercati finanziari e dei suoi principali operatori, stavolta anche in un'ottica di argine ai comportamenti spregiudicati che si sono registrati nella pianificazione e realizzazione delle operazioni di finanza strutturata.

E così ha trovato per l'ennesima volta attuazione quella spirale di rafforzamento (e talvolta ingessamento) regolamentare che caratterizza i periodi immediatamente successivi alle crisi sistemiche dell'economia. Coerentemente con quanto avvenuto negli ultimi anni pure le regole in materia di *rating* hanno subito un'ennesima stretta, anche alla luce della presa di coscienza di un nuovo fallimento da parte delle agenzie nello svolgimento del loro ruolo di *gatekeepers*.

Le norme statunitensi del 2006/2007, e tutto il dibattito che le aveva precedute, non hanno mitigato più di tanto le accuse ricevute dalle agenzie di *rating* a causa dell'inefficiente lavoro svolto dalle medesime nel corso delle valutazioni delle emissioni relative alle cartolarizzazioni dei mutui *sub-prime.*[204]

Nonostante le disposizioni statunitensi fossero di nuovo conio, le recenti crisi della finanza strutturata hanno messo in luce profili di problematicità dell'agire delle società di *rating* ancora poco indagati

[204] Come osserva F.CAVAZZUTI, *Alcune conseguenze finanziarie delle «legal origins»*, in *AGE*, 2009, 9: «*da almeno quattro secoli (la prima borsa di Amterdam è del 1602) operatori ed accademia si interrogano sulla ricerca delle migliori tecniche di misura del rischio di default degli emittenti di strumenti finanziari. Alcuni decenni di lavoro hanno portato a considerare quali pilastri dei sistemi di valutazione due specifiche "misure", che dal 1986 costituiscono il perno dei moderni sistema di vigilanza prudenziale che presiedono alla stabilità del sistema finanziario mondiale. Essi sono il* rating *e il* var, *ovvero il giudizio emesso da agenzie speializzate sulla probabilità dell'emittente di adempiere alle obbligazioni assunte e il rischio di perdita di valore dello strumento finanziario in relazione all'andamento dei prezzi di mercato*».

unitamente ad ampie lacune nella struttura del *business* innovativo[205]. Così, per l'ennesima volta, gli studiosi del fenomeno hanno vissuto il dilemma dell'ambasciatore: non appena questi inizi a familiarizzare con un determinato ambiente, arriva il momento di lasciarselo alle spalle e iniziare daccapo una nuova esperienza[206].

5. Il ruolo delle agenzie di rating *nella crisi della finanza strutturata.*

A seguito dell'entrata a regime delle riforme statunitensi pareva ripristinata la convinzione generale nell'affidabilità delle agenzie di *rating.* Affidabilità che sembrava garantita dai giuochi virtuosi del mercato e della concorrenza.

In termini essenziali: le agenzie vendono un bene chiamato "affidabilità" e tanto meglio riescono nel proprio proposito, tanto maggiore è il numero degli acquirenti disposti ad acquistarlo e il prezzo che sono disposti a pagarlo.

Dal canto loro le agenzie, perseguendo tipologicamente uno scopo lucrativo, hanno forti interessi ad accrescere la propria

---

[205] Gli studiosi del *rating*, così come gli operatori pratici destinatari della nuove norme, non hanno fatto nemmeno in tempo a prendere confidenza con il nuovo articolato normativo – frutto del consolidamento di tutte le soluzioni e dibattiti sino a quel momento registratisi – che la veloce dinamica dei fatti ha sconvolto in maniera inaspettata e rilevante lo stato dell'arte in materia. I legislatori, le autorità di vigilanza, i gruppi di studio hanno preso di conseguenza contezza delle nuove inefficienze che sono state addebitate all'attività di *rating* e alla regolamentazione vigente al momento dei fatti e hanno fornito pronta risposta alle incertezze del mercato con l'emanazione di *consultation paper*, nuovi codici di autodisciplina e nuovi provvedimento legislativi, il tutto lungo il percorso già intrapreso negli anni precedenti ma con profili di intervento e caratterizzazioni ulteriori e nuove.

[206] In commento alle riforme legislative è quanto mai calzante il paragone fra giuristi e ambasciatori di cui parlava A.MIGNOLI, *Vecchio e nuovo nel diritto societario*, in *Riv. not*., 1973, 1043 ss.: «*succede ai giuristi quello che succede agli ambasciatori: questi quando incominciano a conoscere un paese, vengono trasferiti; quelli, quando cominciano a conoscere una legge, se la vedono sostituita. C'è sempre il timore che gli uni o gli altri prendano troppa dimistichezza. Perché, nella mutabilità e volubilità umana, si è portati a dimenticare che i paesi e le leggi esigono tempi lunghi per la loro conoscenza; che la decantazione consente di vedere "attraverso"; che un codice rileva progressivamente la sua portata innovatrice, e talora dirompente, solo per chi sa attendere*».

reputazione e affidabilità assumendo e osservando parametri rigorosi e *standard* di diligenza elevati[207].

Tuttavia, fermo rimanendo quanto precede, la recente crisi della finanza strutturata mondiale ha fatto emergere i punti di debolezza del sistema, dimostrando come le società di *rating* – sebbene intrinsecamente orientate verso comportamenti virtuosi – «*partecipano di un "immaginario ambientale" (=il senso comune congiunturale delle* élites *finanziarie globali) che può cogliere le "devianze singolari" ma tendenzialmente non vede in che direzione si muova il sistema che lo produce (=nessuna agenzia aveva previsto la crisi di Lehman Brothers, ecc.)*», con l'effetto finale che «*l'affidabilità di chi vende affidabilità non sempre è garantita, o non lo è nella misura che le si accredita*»[208].

Ma vediamo con ordine cosa ha minato nuovamente, e sensibilmente, la fiducia del mercato nell'affidabilità dei giudizi emessi dalle società di *rating*.

La crisi dei *mutui subprime* americani – le cui ripercussioni negative ancora si avvertono in maniera piuttosto intensa sui mercati finanziari internazionali – ha messo in discussione, tra gli altri, anche le agenzie di *rating* e il loro operato.

Sotto un profilo generale il fenomeno trae notoriamente origine dall'incremento, registrato negli Stati Uniti in particolare nel 2006, dell'attività di erogazione di prestiti a mutuatari con basso merito di credito (c.d. mutui *subprime*) e dalla propensione di banche e altri intermediari a trasferire il rischio così acquisito mediante operazioni di cartolarizzazione[209].

---

[207] Le osservazioni sono, tra gli altri, di M.BARCELLONA, *Mercato mobiliare e tutela del risparmio. L'intermediazione finanziaria e le responsabilità di banche e Consob*, Quaderni di Banca e borsa, 31, Giuffré, Milano, 2009, 6-7, il quale tuttavia non manca di osservare che «(…) *non solo questo bene* [l'affidabilità] *è acquistato e pagato da soggetti (=gli emittenti) che sono interessati ad esibirlo e che tuttavia, di per loro, non sono troppo interessati alla sua qualità essendone altri (=gli investitori) i beneficiari*».

[208] In tal senso M.BARCELLONA, *Mercato mobiliare e tutela del risparmio. L'intermediazione finanziaria e le responsabilità di banche e Consob*, Quaderni di Banca e borsa, 31, Giuffré, Milano, 2009, 7.

[209] Come ricorda N.LINCIANO, *La crisi dei mutui* subprime. *Problemi di trasparenza e opzioni di intervento per le autorità di vigilanza*, in *Quaderni di finanza Consob*, 62, settembre 2008, in www.consob.it, 1 ss., tali operazioni sono state realizzate mediante apposite società veicolo che esibiscono all'attivo gli impieghi a medio e lungo termine ceduti dalle banche e al passivo titoli a breve termine (le cosiddette

La crisi è derivata dalla vendita di strumenti finanziari collegati ai *mutui subprime* che, come tali, erano caratterizzati dall'esser concessi a clienti che già in passato avevano manifestato insolvenza. A questi clienti sono stati concessi mutui a tassi più elevati rispetto a quelli offerti a clienti *"prime"*, al fine di compensare il maggiore livello di rischio.

Ulteriore fattore di innalzamento del rischio complessivo dell'operazione è stata la circostanza che spesso i mutui sono stati rilasciati a persone che dichiaravano semplicemente il proprio reddito, senza fornire alcuna documentazione né garanzia al riguardo nonché dal fatto che sovente l'ammontare del mutuo consisteva in un multiplo del reddito dichiarato[210].

La propagazione a macchia d'olio della crisi è stata conseguenza della cartolarizzazione generalizzata dei flussi finanziari collegati alle operazioni descritte che, promettendo agli investitori margini di guadagno ingenti in applicazione del basilare principio di necessaria simmetria fra rischio e rendimento, hanno finito per diffondere fra i risparmiatori non tanto il profitto sperato quanto i *default* man mano manifestatisi.

Effetto moltiplicatore delle insolvenze legate a dette operazioni è stata la costruzione delle stesse in termini sempre più complessi, con emissione di strumenti finanziari particolarmente evoluti in cui gli *asset* sottostanti i mutui *subprime* si ponevano in concreto a valle di

---

Asset backed commercial paper – ABCP), garantiti dalle attività bancarie cedute e assistiti da linee di liquidità messe a disposizione dalle banche stesse. Una modalità alternativa di cartolarizzazione prevede l'emissione dei cosiddetti Collateralised Debt Obligations (CDO) sempre tramite apposite società veicolo (spesso indicate anch'esse con la sigla CDO); risultano sempre più frequenti, inoltre, le ricartolarizzazioni, ossia le operazioni nelle quali le attività sottostanti sono in prevalenza titoli strutturati.

[210] Oppure il mutuo era concesso ad un tasso d'interesse inizialmente scontato che poi nei successivi 12\24 mesi era destinato inevitabilmente ad alzarsi. Si veda G.FACCI, *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, in *Contratto e impresa*, 2008, 166; F.CAPRIGLIONE, *I «prodotti» di un sistema finanziario evoluto. Quali regole per le banche? (Riflessioni a margine della crisi causata dai mutui* sub-prime*)*, in *Banca e borsa*, 2008, I, 20 ss.; E.V.MURPHY, *"Subprime Mortgages: Primer on Current Lending and Foreclosure Practices"* Congressional Research Service *Report for Congress*, 19 marzo 2007; J.COFFEE JR., *What went wrong? An Initial Inquiry into the Causes of the 2008 Financial Crisis*, in *Journal of Corporate Law Studies*, 2009, 9, 1 ss.; .

una lunga e articolata catena con conseguente ricartolarizzazione degli stessi (per esempio *collateralized debt obligation*).

Le agenzie di *rating* hanno svolto un ruolo attivo nell'articolazione e nel successo immediato delle operazioni di finanza strutturata: a fronte dell'opacità dei prodotti e del conseguente proliferare di condizioni di incertezza informativa sulla valutazione degli stessi, il giudizio delle agenzie costituiva elemento fondante delle politiche di investimento della clientela sia professionale che *retail*.

I *rating* dei prodotti strutturati, tuttavia, sono per loro natura meno stabili di quelli relativi ai titoli tradizionali. Ciò in quanto si caratterizzano per una forte componente soggettiva riflettendo modelli sofisticati e altamente discrezionali di stima probabilistica di flussi di cassa futuri sottesi ai prodotti strutturati in relazione a possibili scenari prospettici di mercato e connesse probabilità di insolvenza relative alle attività sottostanti di difficile percezione e quantificazione.

La complessa impalcatura messa in piedi dagli operatori del mercato coinvolti ha sostanzialmente retto sino a quando il prezzo degli immobili si è mantenuto elevato, come è accaduto nel corso degli ultimi anni. Non appena i prezzi hanno iniziato a subire una flessione si è verificato un inarrestabile effetto domino: il cliente ad alto rischio ha smesso di pagare le rate di mutuo, talvolta anche poiché disincentivato a farlo tenuto conto che si poteva trovare a pagare un immobile di valore inferiore al proprio debito. Quanti più immobili sono arrivati sul mercato a causa delle procedure esecutive, tanto più i prezzi si sono ulteriormente abbassati e più elevate sono state le perdite da parte di coloro che hanno acquistato strumenti finanziari basati su *mutui subprime*, e così via lungo una spirale apparentemente *ad infinitum*.

In un'ottica prettamente finanziaria, il crescente deterioramento della qualità dei mutui *subprime* appena descritto ha impedito alle società veicolo utilizzate per porre in essere le operazioni di cartolarizzazione di rifinanziare i titoli emessi in scadenza (le *asset backed commercial paper*) con nuove emissioni, rendendo necessario il ricorso alle linee di liquidità bancarie.

Il crollo della liquidità sui mercati dei prodotti strutturati ha, inoltre, creato difficoltà alle banche di investimento più esposte su tali strumenti.

La crisi si è progressivamente estesa dal mercato dei prodotti strutturati all'intero sistema finanziario.

Il lento processo di aggiustamento ancora in corso ha prodotto ripercussioni anche sull'economia reale.

Il resto lo si continua a leggere tutti i giorni sui quotidiani[211].

In una prospettiva giuridica è stato osservato come la crisi abbia evidenziato un'incapacità dei meccanismi di vigilanza pubblica nel prevenire gli eccessi di una finanza evoluta e nel contrapporre a questi

---

[211] Una tempistica sintetica, ma sicuramente utile, delle principali tappe in cui si è scandita la crisi della finanza strutturata è fornita dal Presidente della Consb L.CARDIA, *Regolazione e mercato*, intervento del 24 aprile 2009, in www.consob.it, 1 ss., il quale ricorda le seguenti: «*Inizio 2007: negli Stati Uniti gli intermediari che hanno concesso mutui* subprime *vengono travolti dalle insolvenze dei debitori. La banca HSBC dichiara di aver subito gravi perdite. Luglio 2007: il* rating *su migliaia di prodotti finanziari strutturati passa rapidamente da positivo a negativo. Estate 2007 iniziano i problemi nel settore degli hedge funds che devono far fronte a richieste di rimborso e alla riduzione delle risorse erogate dalle banche. La banca d'affari statunitense Bear Sterns vede azzerato il patrimonio di due suoi fondi speculativi. In Europa, Deutsche Bank è costretta a tagliare linee di credito e BNP Paribas deve sospendere i riscatti dei titoli emessi da tre suoi fondi. Inizia a mancare la liquidità nel sistema. La BCE e la FED procedono a ingenti immissioni di liquidità. Risultano esposte alla crisi anche Goldman Sachs e Barclays. Il 14 settembre 2007 la banca britannica Northern Rock chiede aiuto al Governo per fronteggiare una temporanea crisi di liquidità: la notizia genera una "corsa agli sportelli", che si conclude solo quando il Governo garantisce la liquidità e l'integrità dei depositi. Gennaio 2008, anche Citigroup risulta coinvolta nella crisi. Si diffondono timori che la crisi si estenda all'economia reale. Settembre 2008: il Tesoro degli Stati Uniti assume il controllo di Fannie Mae e Freddie Mac che avevano accumulato perdite per circa 14 miliardi di dollari. Il 15 settembre 2008, il Governo statunitense decide di non salvare Lehman Brothers, che annuncia di aver presentato domanda di ammissione al cd. "Chapter 11", dichiarando sostanzialmente "fallimento". È il più grande fallimento bancario della storia degli Stati Uniti. Sempre il 15 settembre 2008 Merrill Lynch viene acquistata da Bank of America, mentre il giorno successivo il colosso statunitense delle assicurazioni AIG – American International Group viene di fatto nazionalizzato. In Europa si susseguono iniziative di sostegno alle banche: i Governi del Benelux nazionalizzano parzialmente il gruppo bancario-assicurativo Fortis, Francia, Belgio e Lussemburgo intervengono per ricapitalizzare il gruppo Dexia, la Gran Bretagna nazionalizza la banca Bradford & Bingley; stessa sorte subirà il 28 novembre la Royal Bank of Scotland. Nell'ultimo trimestre 2008 e, ancor più, in questi primi mesi del 2009 stanno emergendo le conseguenze della crisi sull'economia reale, con eventi senza precedenti come i "licenziamenti" dei manager di grandi aziende come General Motors e Peugeot. I principali indicatori di attività economica e di fiducia dei paesi G7 sono tutti orientati al negativo*».

eccessi adeguate misure a tutela degli investitori e, dunque, della stabilità dei mercati[212].

La responsabilità della situazione accennata è stata attribuita oltre che ai regolatori del mercato anche, e soprattutto, alle decisioni strategiche delle banche nonché, secondo alcuni, alla poca lungimiranza degli economisti, rei di non aver segnalato una situazione economica generale ad alta probabilità di collasso[213].

Per quanto poi qui nello specifico interessa, fra i responsabili della crisi della finanza strutturata sono state altresì annoverate le agenzie di *rating*[214], accusate - anche in questa circostanza - non solo di aver attribuito *rating* troppo favorevoli alle operazioni di cartolarizzazione dei mutui *subprime* ma anche di aver ritardo colposamente (o dolosamente?) la revisione al ribasso dei giudizi già assegnati e pubblicati[215].

---

[212] G.ALPA, *Mercati mondiali in crisi. Ragioni del diritto e cultura globale*, in *Riv. trim. di dir. dell'economia*, in *www.fondazionecapriglione.luiss.it*, 2009, 88, osserva di recente che «*i presidi normativi hanno evidenziato la loro inadeguatezza di fronte al dilagare del* market liquidity risk *nei confronti del quale le regole fissate negli accordi di Basilea non sono riuscite a prevedere adeguati argini. In altri termini, è stata sottovaluta la possibilità che detto rischio assurgesse a fattore di sconvolgimento degli equilibri faticosamente conquistati (rivelandosi insufficiente il coordinamento dei livelli di patrimonializzazione degli intermediari con l'entità e le caratteristiche dell'azione dai medesimi svolta)*»; cfr. E.VENTURI, *Globalizzazione, interconnessione dei mercati e crisi finanziaria. Identificazione di possibili interventi correttivi*, in *Banca e borsa*, 2009, I, 80 ss.

[213] E.CAVALIERI, *Una riflessione sulle cause e sulle responsabilità della crisi globale*, in *Riv. trim. di dir. dell'economia*, in *www.fondazionecapriglione.luiss.it*, 2009, 100 ss.

[214] Il COMITATO ECONOMICO E SOCIALE EUROPEO, nel proprio parere in merito alla proposta di regolamento sulle agenzie di rating del credito, osserva come «*una delle cause profonde di questa crisi è rintracciabile nell'operato delle agenzie di rating (*credit rating agency *o CRA), che non sono soggette ad alcuna regolamentazione. La funzione delle CRA è cruciale per il funzionamento del sistema finanziario e per questo motivo non può essere lasciata senza vigilanza. L'autoregolamentazione si è rivelata un totale fallimento e il settore ha dato pessima prova di sè*», in *Gazzetta Ufficiale dell'Unione europea*, 17 novembre 2009, 117.

[215] Sull'argomento si veda CESR, *The role of credit rating agencies in structured finance*, febbraio 2008, *consultation paper*, in *www.cesr.eu*. Rammenta J.P.HUNT, *Credit Rating Agencies and the worldwide credit crisis: the limits of reputation, the insufficiency of reform, and a proposal for improvement*, in *www.ssrn.com*, 2007, 10-11, che «*observers have criticized rating agencies sharply sometimes in quite colourful terms. Official bodies that have reported on the crisis, including the Presidents Working Group on Financial Markets, the International Organization of*

Che le operazioni di cartolarizzazione, attesa la loro sofisticatezza e conseguente opacità, necessitino di un coinvolgimento efficiente delle società di *rating* era, ed è, questione avvertita dai regolatori di ogni dove e, sul tema, particolarmente all'avanguardia si è mostrato quello italiano che in tempi non sospetti, con l'emanazione della legge sulle cartolarizzazioni n. 130 del 1999, aveva intuito la centralità del tema e ne aveva fornito una prima disciplina.

La presa d'atto di questo punto di tensione strutturale del sistema, tuttavia, non giustifica tesi abrogative del fenomeno "*securitization*"[216], considerato che questa pratica – ove correttamente posta in essere – è idonea a produrre notevoli benefici in termini di circolazione della ricchezza, di accelerazione dei traffici giuridici e di snellimento della struttura patrimoniale delle banche con efficiente e rapido ampliamento della loro operatività[217] a beneficio del sistema economico-finanziario in generale.

Per comprendere appieno il ruolo recitato dalle società di *rating* nel contesto dell'attuale depressione finanziaria è prodromica una

---

Securities Commissions, the Financial Stability Forum, and the staff of the Securities and Exchange Commission, have been less colorful but equally critical. The common thread in these narratives is that the rating agencies did a poor job of assessing the default risk of CDOs and other instruments based on subprime RMBS in period from 2004 on, that high ratings on such securities had an inordinate effect on markets, and that when a large number of borrowers started to default on subprime mortgages in 2007, the low quality of the ratings was revealed and systemic consequences ensued»; J.R. MASON-J.ROSNER, *Where Did the Risk Go? How Misapplied Bond Ratings Cause Mortgage Backed Securities and Collateralized Debt Obligation Market Disruptions*, 2007, in www.ssrn.com, 62 ss.

[216] Così di recente F.MERUSI, *Per un divieto di cartolarizzazione del rischio di credito*, in *Banca e borsa*, 2009, 253 ss.; nel senso del testo, invece, F.VELLA, *Il rischio: questo sconosciuto*, in *AGE*, 2009, 164-5 il quale, ad avviso di chi scrive correttamente, osserva come la cartolarizzazione non sia di per sé errata, anzi sia foriera di notevoli benefici, sono semmai le tecniche in concreto utilizzate ad essere suscettibili di ampi margini di miglioramento.

[217] Che la tecnica delle cartolarizzazione consenta notevoli benefici in termini di patrimonio di vigilanza trasferendo su altri soggetti il rischio connesso alla possibile insolvenza dei creditori originari delle banche è fatto noto ed esula dall'ambito di indagine del presente studio così come altrettanto noto è l'interesse delle banche a servirsi di tale tecnica finanziaria per fare fronte ad ingessamenti dell'operatività caratteristica derivanti dall'insufficiente dotazione di patrimonio di vigilanza cui le cartolarizzazioni fanno fronte in maniera efficace e rapida. Su questi temi, in luogo di molti, *La cartolarizzazione, commento alla legge n. 130/99*, a cura di P. Ferro-Luzzi e C.Pisanti, Giuffré, Milano, 2005.

ricostruzione, seppure sintetica e in parte atecnica, della struttura finanziaria delle operazioni poste in essere, e non andate a buon fine, utilizzate per trasferire il rischio di credito sotteso ai mutui *subprime* dai finanziatori al mercato.

In linea di principio lo schema era il seguente: veniva trasferito un *pool* di crediti dal mutuante alla società veicolo appositamente costituita (*Special Purpose Vehicle*, *breviter* SPV) e quest'ultima finanziava sul mercato l'acquisto mediante l'emissione di titoli obbligazionari con capitale e interesse da corrispondersi tramite il *cash flow* generato dai crediti trasferiti. I titoli obbligazionari in questione venivano suddivisi in *tranches* gerarchicamente ordinate, ciascuna delle quali soggetta al rischio di insolvenza in via successiva rispetto alle precedenti[218] con l'effetto che le emissioni privilegiate erano esposte a perdite esclusivamente ove i *default* fossero stati di ammontare tale da non risultare interamente assorbiti dalle *tranches* maggiormente esposte al rischio[219].

La protezione delle diverse *tranches* dal rischio di insolvenza era poi normalmente rafforzata da meccanismi accessori di *credit enhancement* tra cui, ad esempio, il trasferimento allo SPV di crediti per ammontare maggiore rispetto a quello nominalmente necessario per coprire capitale e interessi dei titoli emessi oppure strumenti di assicurazione dei crediti e/o di copertura del *default*[220].

Le tecniche di attenuazione del rischio citate, ed altre ancora anche più complesse ed evolute, hanno consentito alle emissioni

---

[218] Anche noti come titoli salsiccia (così G.PRESTI, *Le agenzie di* rating*: dalla protezione alla regolazione*, in Atti del convegno di Courmayeur del 26-27 settembre 2008 su *I nuovi equilibri mondiali: imprese, banche, risparmiatori*, Giuffré, Milano, 2009, 96) o semplicemente "titoli tossici" (così M.RESCIGNO, *Il prodotto è tossico: tenere lontano dalla portata dei bambini*, in *AGE*, 2009, 145 ss.).

[219] Come si legge nel *consultation paper* predisposto dal CESR, *The role of credit rating agencies in structured finance*, febbraio 2008, in *www.cesr.eu*, p.to 36 delle premesse «*Two main characteristics of structured finance products are the pooling of assets and the tranching process which is designed to create seniority ordering among the different tranches of securities. Senior classes of securities are designed in order to be immune, to a certain extent, from default losses, which are initially borne by riskier (equity and mezzanine) tranches. This segmentation enables the product to appeal to investors with different risk profiles*».

[220] FONDO MONETARIO INTERNAZIONALE, *Containing Systemic Risks and Restoring Financial Soundness*, aprile 2008, in www.imf.org; N.LINCIANO, *La crisi dei mutui* subprime. *Problemi di trasparenza e opzioni di intervento per le autorità di vigilanza*, in *Quaderni di finanza Consob*, 62, settembre 2008, in *www.consob.it*.

cartolari di ottenere *rating* migliori di quanto, in realtà, la qualità del sottostante meritasse, «*magicamente trasformando, in una sorta di moderna alchimia, gran parte di ciò che in ipotesi meriterebbe un BB in un più favorevole AAA*»[221] il che, considerati i benefici regolamentari connessi all'ottenimento di un *rating investment grade* unitamente all'affidamento riposto in questo strumento valutativo dagli investitori, incrementava notevolmente le possibilità di successo dei collocamenti dei titoli emessi dalle società veicolo.

E ciò avveniva in maniera esponenziale considerato che poteva essere replicato in maniera progressiva a qualsiasi stadio della catena di costruzione dell'emissione strutturata, e così, come è stato efficacemente osservato, ai MBS (*Mortgage Backed Securities*) aventi come sottostante i mutui ipotecari, residenziali (RMBS) o commerciali (CMBS), si affiancano i CDO (*Collateralized Debt Obligations*) che hanno come attività sottostanti i MBS, e poi gli *squared* CDO che hanno come sottostanti i CDO semplici, e ancora i *cubed* CDO che hanno come sottostanti gli *squared* CDO, il tutto lungo una spirale che ha l'effetto di incrementare in maniera vorticosa sempre di più il livello del *rating* del prodotto strutturato immesso sul mercato[222].

Con formula sintetica è stato rilevato che le operazioni di finanza strutturata, molto più di quelle tradizionali, sono tipicamente «*ratings-driven*», vale a dire che «*most transactions are structured precisely to achieve a particular (high) rating*»[223].

Ciò vuol significare che, mentre nelle operazioni di finanza tradizionale (*i.e.* emissione di titoli obbligazionari *et similia*) l'esigenza principale dell'emittente è quella di raccogliere finanziamenti al miglior tasso possibile e pertanto il livello di *rating* non influenza direttamente l'*an* dell'operazione ma, semmai, il

---

[221] Così G.PRESTI, *Le agenzie di* rating*: dalla protezione alla regolazione*, in Atti del convegno di Courmayeur del 26-27 settembre 2008 su *I nuovi equilibri mondiali: imprese, banche, risparmiatori*, Giuffré, Milano, 2009, 95.

[222] G.PRESTI, *Le agenzie di* rating*: dalla protezione alla regolazione*, in Atti del convegno di Courmayeur del 26-27 settembre 2008 su *I nuovi equilibri mondiali: imprese, banche, risparmiatori*, Giuffré, Milano, 2009, 95-6.

[223] C.HILL, *Regulating the Rating Agencies*, *Business, Economics and Regulatory Policy*, Working Paper. No. 452022, Georgetown University Law Center, in *www.ssrn.com,* 49; F.PARTNOY, *The Siskel and Ebert of Financial Markets? Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies*, 77 WASH. U. L.Q. 619, 664–70 1999, in *www.ssrn.com*.

quomodo ed essenzialmente il costo complessivo della medesima, differentemente nelle operazioni di finanza strutturata è proprio il collocamento dell'emissione a dipendere dall'ottenimento di un determinato livello minimo di *rating*[224] essendo la massimizzazione del *rating* in sé e per sé considerata l'obiettivo principale da cui dipende il successo dell'operazione e, per proprietà transitiva, «*as a practical matter, such transactions did not go forward unless the desired high rating was achieved*»[225].

La struttura e gli obiettivi delle operazioni di finanza strutturata sono dunque piuttosto diversi da quanto eravamo abituati a vedere e di riflesso muta anche la funzione e la rilevanza del *rating*. Non ci si pone più nella prospettiva di voler accedere a nuovo credito presso il pubblico risparmio con il miglior risultato economico possibile in termini di costi e di attrattiva, bensì di trasferire crediti già esistenti e soggetti a forti rischi insieme alla veste cartolare loro conferita, il tutto dando luogo ad una macchinosa opera di costruzione di titoli complessi che sintetizzano una serie di componenti e crediti diversi fra loro al fine ultimo di ottenere il *rating* più elevato possibile e senz'altro più alto di quello che avrebbero ottenuto le attività materiali sottostanti trasferite.

Inoltre, la centralità assunta dal *rating* nelle operazioni di *securitization* è accentuata anche dall'esistenza di significative asimmetrie informative strutturali in questo settore anche nei mercati finanziari più evoluti. In un'operazione di cartolarizzazione, infatti, oggetto dell'analisi da parte dell'investitore, e ancor prima della società di *rating*, è non è solo la società che decide di intraprendere l'operazione bensì il portafoglio di attivi si intende cartolarizzare, passandosi quindi da una situazione in cui oggetto dell'analisi di credito è un singolo soggetto o attività ad una ove l'analisi riguarda un molteplice e variegato coacervo di attività esistenti[226].

---

[224] C.HILL, *Regulating the Rating Agencies*, *Business, Economics and Regulatory Policy*, Working Paper. No. 452022, Georgetown University Law Center, in *www.ssrn.com,* 49

[225] J.COFFEE JR., *Gatekeepers. The Professions and Corporate Governance,* Oxford, 2006, 297.

[226] R.INFRICCIOLI, *La responsabilità delle società di rating nelle operazioni di cartolarizzazione*, in *Mondo banc*., 2008, 43; E.MONTI, *Le asimmetrie informative e l'attività di rating*, in *Bancaria*, 1995, 8 ss.

È evidente che la complessità dei titoli della finanza strutturata si traduce in una corrispondente elevata complessità dell'informazione da fornire al cliente che riceve informazioni e nozioni, «*complessità tale da autorizzare il dubbio che, in genere, il cliente non riuscirà a decodificare queste informazioni per quanto complete ed esaustive*»[227].

Di qui l'intuitiva valorizzazione del giudizio di *rating* come strumento non più semplicemente opportuno ma stavolta necessario per tradurre in formule comprensibili una pletora di informazioni di natura tale da risultare ai più incomprensibili o quantomeno di difficile digestione.

Poiché poi si tratta di operazioni complesse, in questo particolare settore le commissioni richieste dalle agenzie a fronte dell'assegnazione dei *rating* sono particolarmente elevate[228]. Già nel 2006 i ricavi provenienti alle società di *rating* dal settore della finanza strutturata superano quelli derivanti dall'attività tradizionale[229].

Quello che per le agenzie di *rating* e per i loro conti economici sembrava essere l'El Dorado si è presto trasformato in un temibile *boomerang.* Con la crisi dei mutui *subprime*, amplificata come visto dall'inefficiente architettura delle operazioni di finanza strutturata descritte, sono state messe sul banco degli imputati anche le società di *rating* e le modalità con cui le stesse hanno svolto la propria attività caratteristica, sia con riguardo all'accuratezza che ha accompagnato il rilascio dei loro giudizi sul merito di credito sia in generale con riferimento all'integrità dei processi valutativi dalle stesse utilizzati[230].

Anche in questa materia si è preso atto dell'insufficienza dell'autoregolamentazione, nonché dell'incompletezza dei primi apparati normativi applicabili, e ha preso corpo un acceso dibattito su

---

[227] M.RESCIGNO, *Il prodotto è tossico: tenere lontano dalla portata dei bambini*, in *AGE*, 2009, 154.

[228] Come ricorda J.COFFEE JR., *Gatekeepers. The Professions and Corporate Governance,* Oxford, 2006, 297: «*Because they were complex transactions, the rating agencies' fees on them were also typically higher*».

[229] CESR, *The role of credit rating agencies in structured finance*, febbraio 2008, in www.cesr.eu.

[230] Con le parole della SEC, *Summary report of Issues Identified in the Commission staff's examinations of select credit rating agencies*, luglio 2008, 2, «*The rating agencies performance in rating these structured finance products raised questions about the accuracy of their credit ratings generally as well as the integrity of the ratings process as a whole*».

quale potesse essere la migliore forma regolamentare possibile per evitare il ripetersi di comportamenti inefficienti da parte delle agenzie.

Le considerazioni svolte dalla Commissione europea con la nota *Comunicazione sulle agenzie di rating del credito* (2006/C 59/02) circa l'inopportunità di regolamentare in chiave eteronoma il mercato del *rating* sembrano lontane nel tempo molto più di quanto un computo meramente cronologico potrebbe far ritenere[231].

L'analisi delle cause sottese al tracollo della finanza strutturata ha messo in luce una serie di aspetti critici relativi allo svolgimento dell'attività di *rating*.

Tra di essi, in particolare, sono stati evidenziati debolezze nei modelli e nelle metodologie di assegnazione dei *rating*, insufficiente diligenza nel valutare la qualità dell'insieme delle garanzie sottostanti i titoli valutati, scarsa trasparenza su presupposti, criteri e metodi utilizzati per determinare il *rating* di volta in volta assegnato ai prodotti strutturati, insufficiente disponibilità di informazioni volte a segnalare i profili di rischio associati al *rating* su prodotti strutturati e incauta gestione dei conflitti di interesse[232].

Problematiche tutte più o meno conosciute ma (ri)emerse con estrema nettezza a valle della crisi recente e in relazione al settore della finanza strutturata.

A ciò si aggiunga che, nell'immaginario comune, il giudizio di *rating* non si limita ad indicare il grado di probabilità della solvibilità di un emittente o di *default* di un prodotto finanziario ma, con induzione ingiustificatamente meccanica, viene per lo più inteso – ove

---

[231] Il COMITATO ECONOMICO E SOCIALE EUROPEO, nel proprio parere in merito alla proposta di Regolamento sulle agenzie di *rating* del credito, manifesta il cambiamento di impostazione adottato dalle istituzioni comunitarie, adesso volto alla regolamentazione eteronoma del settore, e rinviene nella procedura di registrazione delle società di *rating* e conseguente attribuzione della valenza regolamentare ai relativi *rating* un possibile strumento per incrementare la concorrenza nel settore, tanto che, scrive, «*il CESE esorta la Commissione ad utilizzare il nuovo processo di registrazione sia per consentire che nuove CRA intraprendano l'attività di valutazione del merito di credito – in particolare favorendo qualsiasi iniziativa tesa a creare un'agenzia europea indipendente –, sia per riscrivere la normativa finanziaria allo scopo di riconoscere a fini regolamentari i rating assegnati da tutte le CRA registrate nell'UE*», in *Gazzetta Ufficiale dell'Unione europea*, 17 novembre 2009, 118.

[232] Si rinvia al FINANCIAL STABILITY FORUM, *Report on Enhancing Market and Institutional Resilience*, 7 aprile 2008, in *www.fsforum.org*.

di natura *investment grade* – anche quale garanzia di liquidità e scarsa volatilità dei titoli[233].

Preso atto del differente ruolo svolto dalle società di *rating* nelle operazioni di finanza strutturata rispetto a quanto tradizionalmente avviene negli altri settori, è stato inoltre osservato come si sia rivelato fuorviante l'utilizzo della medesima scala di valutazioni da parte delle agenzie in tutti i generi di operazioni senza distinguere in ragione del segmento di mercato.

Ulteriori critiche hanno investito le procedure e i criteri di valutazione, sia sotto il profilo dell'adeguatezza dei sistemi informatici e dei modelli matematici utilizzati[234], sia nell'ottica della loro effettiva osservanza da parte delle società di *rating*[235].

---

[233] FONDO MONETARIO INTERNAZIONALE, *Containing Systemic Risks and Restoring Financial Soundness*, aprile 2008, in *www.imf.org*, 55; C.COX, *Statement at Open Meeting on Rules for Credit Rating Agencies*, 11 giugno 2008, in www.sec.gov, il quale ricorda come «*the experience of the subprime crisis has shown that many investors viewed the ratings of structured products as a seal of approval, and looked no further*»

[234] All'inizio del 2007, Moody's ha scoperto di aver attribuito *rating* errati a CDPO per cifre esorbitanti a causa di un errore informatico che impattava sull'integrità dei dati. Sul punto S.JONES, G.TETT, P.J.DAVIES, *Moody's Error Gave Top Rating to Debt Products*, in *Financial Times*, 20 maggio 2008; A.LUCCHETTI, *Moody's Loses Key Player Amid Probe About Error*, in *Wall Street Journal*, 2 luglio 2008. come ricordano P.BOLTON-X.FREIXAS-J.SHAPIRO, *The Credit Ratings Game*, in www.ssrn.com, 2009, 2, nt. 12: «*an internal investigation by law firm Sullivan & Cromwell LLP...focused on an error in Moody's models that affected 11 debt products known as constant-proportion debt obligation, or CPDOs. After the error was detected, Moody's found through model testing that correcting the error would have lowered triple-A ratings given to the 11 CPDOs to double-A territory....Moody's around that time was also changing its methodology for how to rate CPDOs. The company said it didn't make changes to the methodology "to mask any model error". But the law firm's review found that Moody's analysts "considered factors inappropriate to the ratings process when reviewing CPDO ratings"*».

[235] Come osserva J.COFFEE JR, *Turmoil in the U.S.markets: the role of the credit rating agencies*, 22 aprile 2008, relazione del suo intervento dinanzi al Comitato "*banking, housing and urban affair*" costituito presso il Senato statunitense, 3 ss.: «*For roughly a century, credit rating agencies have demonstrated their ability to accurately predict defaults on corporate bonds. But corporate bond ratings are based largely on publicly available data (such as audited financial statements). The process is very different in the case of structured finance products. The data used in such cases comes principally from the issuer or underwriter and is not independently verified by the rating agency or anyone else. The analytical process is*

Inoltre alle società di *rating* è stato rimproverato di aver riposto un affidamento sin troppo cieco nella veridicità dei dati e informazioni a loro volta ricevuti dai propri clienti[236].

---

also very different. The rating agency evaluating collateralized debt obligations (or "CDOs") must employ quantitative models that seek to assess the likely cash flows from portfolios of correlated assets. In hindsight, it is now evident that the models used by the ratings agencies to estimate the risk of loss on structured finance products (especially CDOs) were flawed and inaccurate. Possibly, their greatest deficiency was their blindness to the "default dependence" among the similar assets in the portfolio. The possibility of "default contagion" in real estate markets – namely the prospect that a default by one or more borrowers would increases the likelihood that other borrowers would also default – was either missed or egregiously underestimated. Besides overlooking "contagion risk," the ratings agencies erred in at least two other important ways. First, the investment grade status given to senior tranches of CDOs was largely based on the subordination of junior tranches to that senior tranche. If cash flows were less than expected, junior tranches were to bear the loss and senior tranches were to receive full payment. But the rating agencies appear to have 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. Secondly, the rating agencies relied much too confidently on credit enhancement provided by monoline insurers who wrote credit default swaps to "insure" investors against default. Both the size of the obligations underwritten by these monolines and their own heavy investment in structured finance products have today made them effectively insolvent. Nonetheless, the rating agencies blithely ignored this problem without downgrading the monolines until long after their predicament was headline news.».

[236] Emblematici sono al riguardo gli scambi di *mail* tra dirigenti di società di *rating* nel corso delle indagini del Congresso americano sulla loro presunta responsabilità in relazione alla crisi della finanza strutturata (riportati da M.GAGGI, *La valanga. Dalla crisi americana alla recessione globale*, Bari, Laterza, 209, e qui tratti da F.VELLA, *Il rischio: questo sconosciuto*, in *AGE*, 2009, 167): «*Questo affare è ridicolo, non dovremmo renderlo credibile col nostro voto*»; «*Ma che dici: noi diamo un rating a tutti, lo daremmo anche a un titolo strutturato da una vacca*»; «*La verità è che non alziamo mai le tende per guardare fuori dalle finestre, non mettiamo mai in discussione le informazioni che ci vengono fornite. Abbiamo venduto l'anima al diavolo per un pezzo di fatturato*»; «*Speriamo di essere già ricchi e pensionati quando questo castello di carte crollerà*». Sempre J.COFFEE JR, *Turmoil in the U.S.markets: the role of the credit rating agencies*, 22 aprile 2008, 10, osserva: «*the basic picture that emerges is one in which (1) the rating agencies were using largely untested quantitative models that were very different from the judgment-based methodologies that they used to assess default risk at individual issuers, (2) the rating agencies were tardy in their response to new information of which they were aware; and (3) they relied on untested, unverified factual information submitted by loan originators who knew how to influence the agencies'*

È innanzitutto noto che le società di *rating* non effettuano alcuna attività di *due diligence* preliminare all'attribuzione dei propri giudizi, confidando in maniera asettica nella veridicità delle dichiarazioni e dei dati messi a loro disposizione dagli emittenti e/o dagli ideatori dell'operazione di finanza strutturata.

Sebbene tale approccio sia mutuato da quanto fatto nell'arco di una pluridecennale esperienza valutativa nel settore tradizionale dei titoli obbligazionari, la trasposizione meccanica di siffatta pratica ha disvelato un grave errore di impostazione cagionato dal non aver constatato le macroscopiche diversità dei due contesti sotto questo profilo ("*the two contexts are dramatically different*"[237]).

Nel caso delle obbligazioni societarie, infatti, l'emittente pubblica situazioni patrimoniali, d'esercizio e anche infrannuali, soggette a revisione contabile, è solitamente soggetto ad obblighi informativi, su base continua e su base periodica, nei confronti delle autorità di vigilanza e del pubblico, può accadere che disponga di altre categorie di titoli già diffusi su mercati regolamentati da utilizzare quale strumento di integrazione informativa.

Nel diverso contesto della finanza strutturata, invece, gli operatori e gli investitori si trovano dinanzi a un mero coacervo di attività finanziarie in cui, tra l'altro, la qualità delle garanzie correlate alle attività sottostanti può mutare lungo una forchetta di variabili dall'ampiezza considerevole.

In sostanza, le società di *rating* si sono limitate a richiedere e ricevere dati e informazioni, senza però mai verificarle, controllarle né metterle in discussione. Comportamento questo che è stato provocatoriamente assimilato a quello di un «*auditor accepting an issuer's statements about its revenues, costs, inventories and contingent liabilities at face value*»[238] e che è stato posto in essere in una realtà ambientale in cui, altrettanto provocatoriamente, «*only those who believe in Santa Claus can fail to recognize that the information provided by loan originators is likely to be biased*».

---

models and had considerable incentive to do so by withholding adverse information».

[237] J.COFFEE JR, *Turmoil in the U.S.markets: the role of the credit rating agencies*, 22 aprile 2008, 10.

[238] J.COFFEE JR, *Turmoil in the U.S.markets: the role of the credit rating agencies*, 22 aprile 2008, 10.

Al riguardo deve tuttavia osservarsi che la mancata *due diligence* da parte delle società di *rating* sugli emittenti e sulle attività oggetto di valutazione oltre a costituire prassi oramai consolidata in materia, è anche oggetto di specifica previsione contrattuale fra agenzia e cliente, è circostanza che viene comunicata agli investitori e, in ogni caso, è coerente con i mezzi organizzativi e strutturali di cui le stesse dispongono[239].

Nell'ambito delle operazioni di finanza strutturata la circostanza che il *rating* si basi quasi esclusivamente su informazioni e dati forniti da chi progetta l'operazione rende in concreto impossibile l'assegnazione dei cc.dd. *unsolicited rating* che, come noto, in quanto non richiesti, né pagati, dall'emittente, si fondano esclusivamente sui dati pubblicamente disponibili (come detto quasi inesistenti nelle operazioni di finanza strutturata a differenza delle operazioni di emissione tradizionale).

In conseguenza della mancata produzione di *unsolicited rating* nel mondo delle emissioni di finanza strutturata, gli investitori non hanno potuto beneficiare della valenza informativa derivante dalla messa a disposizione di giudizi ulteriori rispetto a quelli pagati dagli ideatori dell'operazione di finanza strutturata in relazione ai prodotti interessati[240].

Altri rilievi all'operato delle agenzie hanno riguardato l'eccessivo ritardo con cui queste hanno aggiornato i propri giudizi alle vicende evolutive del prodotto sottostante. La critica non è certo nuova (ricorre anche nelle analisi *post crack* Enron, Parmalat, ecc.). In questo nuovo contesto, tuttavia, assume connotati peculiari. Infatti in termini di affidabilità temporale un prodotto di finanza strutturata è tendenzialmente più volatile di un prodotto della finanza tradizionale, rendendo per l'effetto più delicata, complessa e rilevante la tempistica dell'aggiornamento dei *rating* già emessi.

---

[239] Come si verà nel prosieguo un esame della responsabilità delle società di *rating* in dipendenza dei compiti loro assegnati dovrà tenere conto, come è stato correttamente osservato sebbene in altro contesto per le società di revisione, di «*una preliminare individuazione degli obblighi che esse sono tenute ad adempiere*», così P.VALENSISE, Sub *artt. 161-164*, nel *Commentario al D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58* a cura di Rabitti Bedogni, Giuffré, Milano, 1998, 886.

[240] P.VAN ROY, *Is there a difference between solicited and unsolicited bank ratings and, if so, any?*, in www.ssrn.com, 2005; P.BEHR-A.GUTTLER, *The informational content of unsolicited ratings*, in www.ssrn.com, 2007.

Sotto un diverso profilo di analisi, piuttosto impressionante è la concentrazione che si è registrata nel mercato del *rating* relativo ai prodotti della finanza strutturata. In particolare le tre maggiori agenzie hanno lavorato al 96% delle emissioni in essere di prodotti strutturati[241].

La situazione descritta ha amplificato in maniera notevole la problematica dei conflitti di interesse.

A titolo esemplificativo, mentre - secondo le stime di Standard & Poors del 2003 - nessun emittente cliente dell'agenzia era in grado, individualmente, di coprire più del due per cento dei profitti dell'agenzia, diversamente, nelle operazioni di finanza strutturata gli operatori *leader* sono le (poche) banche d'affari di primario *standing* le quali, muovendo un'elevatissima percentuale di *business*, «*held economic leverage over the rating agencies that individual corporate issuers did not have*»[242].

Ne è stato desunto che, se da un lato è peregrina l'ipotesi in cui una società di *rating* metta a repentaglio il proprio (preziosissimo!) capitale reputazionale a fronte delle remunerazioni, complessivamente esigue, che può percepire da un singolo emittente per una o più emissioni obbligazionarie, dall'altro è ben più probabile che tale evenienza si raffiguri nel caso delle operazioni di finanza strutturata in cui, come detto, i clienti sono pochi, redditizi e molto influenti a livello economico-finanziario[243].

In questo genere di operazioni, poi, è usuale il coinvolgimento delle agenzie già in sede di montaggio delle operazioni, anche in considerazione della natura *rating-driven* delle medesime. Tale pratica, abbiamo visto, ove correttamente posta in essere non è di per sé pericolosa, ma anzi suscettibile di rendere più efficiente la struttura finanziaria delle emissioni. Tuttavia l'insidia è dietro l'angolo in quanto non può escludersi che poi, nel concreto, le agenzie non si rivelino in grado di mantenere quell'indipendenza di giudizio finale su

---

[241] SEC, *Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations as Required by Section of the Credit Rating Agency Reform Act of 2006*, Giugno 2008, in www.sec.gov, 35.

[242] In tal senso J.COFFEE JR, *Turmoil in the U.S.markets: the role of the credit rating agencies*, 22 aprile 2008, 6.

[243] G.PRESTI, *Le agenzie di* rating*: dalla protezione alla regolazione*, in Atti del convegno di Courmayeur del 26-27 settembre 2008 su *I nuovi equilibri mondiali: imprese, banche, risparmiatori*, Giuffré, Milano, 2009, 100.

operazioni che hanno, direttamente o indirettamente, contribuito a progettare. La prassi della consultazione delle agenzie in via preventiva rispetto all'emissione del *rating*, inoltre, è suscettibile di dar corso al fenomeno – tutt'altro che incentivante della trasparenza del settore – del c.d. *rating shopping*, e cioè della ricerca da parte degli *originator* dell'operazione di cartolarizzazione del valutatore presumibilmente più benevolo[244].

6. Le iniziative regolamentari post *crisi.*

Come sempre è avvenuto nella storia dell'economia moderna, in risposta a una crisi di sistema le forze in gioco tendenzialmente remano all'unisono verso un rafforzamento dell'efficienza del quadro regolamentare vigente nei mercati finanziari e, in particolare, «*for more vigorous enforcement of existing rules by authorities willing and able to resist regulatory capture*»[245]. L'obiettivo è noto e consiste nel ripristino della fiducia degli investitori nella correttezza e trasparenza dei comportamenti degli operatori del mercato e, di riflesso, nell'integrità delle operazioni su di essi realizzate[246].

---

[244] Al riguardo il report della IOSCO, *The role of credit rating agencies in structured finance market*, marzo 2008, in www.iosco.org, 17, precisa che «*structured finance transactions are inherently less transparent and unsolicited ratings for many structured finance products may be difficult. Investment banks and structured finance issuers frequently ask CRAs to provide prospective assessments on CDO tranches before deciding upon which CRA to hire, arguably engaging in ―rating shopping in doing so. It is conceivable therefore, that CRA competition and the lack of transparency typical in structured finance transactions may combine to undermine the integrity of the credit rating process for these products. Supporting this view are news reports that some CRAs very rapidly lost market share in the market for rating commercial mortgage back securities (CMBSs) by requiring more conservative assumptions following instability in the RMBS market*».

[245] L'espressione è di M.MONTI, *Watchdogs of the world, unite!*, in *Financial Times*, 29 luglio 2009, 7.

[246] L.ENRIQUES, *A dieci anni dal Testo Unico della Finanza: il ruolo delle autorità di vigilanza*, intervento al convegno *Dieci anni di Testo Unico della Finanza: bilanci e prospettive*, 29 ottobre 2008, in *www.consob.it*, ora anche in Giornale di dir. amm., 2009, 329 ss., prende atto del fatto che «*superata, si spera al più presto, la crisi finanziaria, si andrà verso un periodo di* re-regulation» ma ricorda come sia « *importante che coloro che saranno chiamati alla revisione delle regole tengano ben presenti i rischi cui si va incontro in questi casi. Vorrei segnalare cinque errori da evitare. Sono altrettante ovvietà, ma di questi tempi non guasta ripeterle. 1.*

In un'ottica macroeconomica nulla di nuovo e di diverso da quanto più volte visto e commentato a valle di tracolli finanziari del passato.

Nel microcosmo del mercato del *rating*, invece, l'irrigidimento normativo (ed eteronomo) prospettato – e in gran parte ad oggi già attuato – si è mostrato in tutta la sua *vis* innovatrice tanto da costituire probabilmente la rivoluzione copernicana dell'evoluzione regolamentare del settore, più della svolta del 1975 con l'introduzione del concetto di NSRO e di quella del 2006 con l'emanazione del *Credit Rating Act Reform*. Per la prima volta, come vedremo di qui a breve, la normazione cogente delle società di *rating* e del loro agire assume dimensione globale, estendendosi anche al di fuori dei confini statunitensi, e colorandosi fuori dagli Stati Uniti di un vigore disciplinare senza precedenti e sicuramente maggiore di quello americano.

Ma procediamo con ordine.

Le ragioni che hanno determinato l'inefficienza dell'attività svolta dalle società di *rating* nel contesto della crisi recente erano in gran parte già sotto gli occhi degli operatori del mercato e delle autorità di vigilanza anche prima dello scoppio della bolla speculativa ma, ciò nonostante, tollerate e sottovalutate come spesso accade quando l'economia si trova in parabola ascendente[247].

Anzitutto, non si deve scordare che le leggi generano costi e non solo benefici, distorcono i comportamenti e tendono ad avere conseguenze inaspettate; e che la tentazione di eluderle è insopprimibile. E la migliore dimostrazione di ciò è proprio nella crisi finanziaria in corso, frutto delle cattive regole e delle cattive politiche non meno che dell'assenza di regole e dei fallimenti del mercato, (...) E soprattutto, è da evitare la trappola tautologica per cui se il fenomeno X non è regolato, allora è necessario regolarlo. 2. Nel rivedere le regole esistenti, è bene guardarsi anche dalla tentazione di concludere che certi meccanismi di controllo, magari da noi non ancora pienamente accettati, non servano perché non sono stati in grado di prevenire la crisi. (...) 3. Analogamente, sarebbe un errore pensare che certi strumenti siano da sopprimere perché hanno concorso a creare i presupposti della crisi. (...) 4. Nuovi poteri ed eventualmente anche una nuova governance per le autorità di vigilanza non saranno sufficienti a prevenire la prossima crisi. (...) 5. Da ultimo, ri-regolare non significa solo aggiungere regole a quelle che già ci sono e modificarne alcune. Vuol dire anche togliere di mezzo le regole rivelatesi, magari anche a seguito della crisi, inefficaci o inefficienti».

[247] Si veda il rapporto del COMMITTEE ON THE GLOBAL FINAN CIAL SYSTEM, *The role of ratings in structured finance: issues and implication*, gennaio 2005.

Una cosa tuttavia è certa: dopo il fallimento di Lehman Brothers e il periodo nero che ne è seguito nessuno confida più nelle virtù dell'autoregolazione e il panegirico sulla bontà di tale pratica, suggellato nella materia che qui interessa pochi anni or sono dalla Commissione europea con la nota Comunicazione sulle agenzie di *rating*, sembra ormai lontano anni luce.

Diviene opinione comune che una regolazione dell'attività delle società di *rating* debba necessariamente passare attraverso la penna e la supervisione cogente dei regolatori e debba realizzarsi in maniera incisiva e globale, non potendosi più limitare ad occuparsi solo di alcuni aspetti peculiari.

Le medesime agenzie di *rating* comprendono subito che il mercato ha bisogno di segnali di cambiamento e si attivano in tal senso rassicurando il pubblico circa l'adozione di nuove *policies* e procedure interne volte a migliorare la propria attività e organizzazione[248].

[248] Ad esempio in data 7 febbraio 2007 Standard&Poor's pubblica un documento intitolato *S&P's steps to further manage potential conflicts of interest, strengthen the ratings process, and better serve the markets*, in www.standardpoors.com, in cui sono annunciate le aree di intervento autoregolatorio dell'agenzie. Queste iniziative sono, in estrema sintesi, le seguenti: «- *Establish an Office of the Ombudsman that will address concerns related to potential conflicts of interest and analytical and governance processes that may be raised by issuers, investors, employees and other market participants across S&P's businesses. The Ombudsman will have oversight of the handling of all issues, with authority to escalate any unresolved matters, as necessary, to the CEO of The McGraw-Hill Companies and the Audit Committee of the Board of Directors; - Engage an external firm to periodically conduct an independent review of S&P Ratings' compliance and governance processes and issue a public opinion that addresses whether S&P is effectively managing potential conflicts of interest and maintaining the independence of its ratings; - Hold periodic reviews with the Audit Committee of the McGraw-Hill Board to discuss S&P Rating's overall governance and compliance functions. The reviews will include: (1) key business measures of ratings quality and compliance effectiveness, (2) the concerns and resolution of issues addressed by the Office of the Ombudsman, and (3) results of the independent reviews, by an external firm, of S&P Ratings' overall governance and compliance processes; - Formalize functions with responsibility for policy governance, compliance, criteria management and quality assurance of the ratings and make them separate and independent from the ratings business units; - Establish an enterprise-wide Risk Assessment Oversight Committee that operates separately and independently of the ratings business. The Committee will assess all risks that could impact the ratings process. This committee will also assess the feasibility of rating new types of securities; - Implement "look back" reviews to ensure the integrity of prior ratings, whenever an analyst leaves to work for an*

Il resto è storia dei giorni nostri.

Il 5 giugno 2008 le tre principali agenzie di *rating* stipulano un accordo a seguito dell'indagine aperta dal *New York State Attorney General* Andrew Cuomo[249], in cui si impegnano a migliorare la conduzione della propria attività e dei propri comportamenti soprattutto nell'ambito della finanza strutturata.

---

issuer; - Institute periodic rotations for lead analysts; - Increase the level of existing employee training to ensure compliance with policies». In data 10 aprile 2008 Standard&Poor's pubblica il documento *S&P's steps to further manage potential conflicts of interest, strengthen the ratings process, and better serve the markets*, in www.standardpoors.com, in cui dà contezza dei primi risultati in merito alle iniziative annunciate nel documento precedente.

[249] P.BOLTON-X.FREIXAS-J.SHAPIRO, *The Credit Ratings Game*, in www.ssrn.com, 2009, 27, osservano che «*The agreement between Andrew Cuomo and Standard&Poor's, Moody's, and Fitch essentially addresses the first point, preventing issuers from paying for specific ratings and forcing issuers to pay the CRA upfront before it does its initial analysis. This restriction can eliminate CRA conflicts-of-interest and their incentives to inflate the quality of the investment in our model, but importantly it does not eliminate shopping by the issuer*». L'accordo del 5 giugno 2008 con le tre principali agenzie di *rating*, consultabile in www.oag.state.ny.us, prevede: ««*Fee Reforms. Credit rating agencies are typically compensated only if they are selected to rate an RMBS by an investment bank. Credit rating agencies will now establish a fee-for-service structure, where they will be compensated regardless of whether the investment bank ultimately selects them to rate a RMBS. Disclosure Reforms. Credit rating agencies will disclose information about all securitizations submitted for their initial review. This will enable investors to determine whether issuers sought, but subsequently decided not to use, ratings from a credit rating agency. Loan Originator Review. Credit rating agencies will establish criteria for reviewing individual mortgage lenders (known as originators), as well as the lender's origination processes. The credit rating agencies will review and evaluate these loan originators and disclose their originator evaluations on their websites. Due Diligence Reforms. Credit rating agencies will develop criteria for the due diligence information that is collected by investment banks on the mortgages comprising an RMBS. The credit rating agencies will receive loan level results of due diligence and review those results prior to issuing ratings. The credit rating agencies will also disclose their due diligence criteria on their websites. Credit Agency Independence. Credit rating agencies will perform an annual review of their RMBS businesses to identify practices that could compromise their independent ratings. The credit ratings agencies will remediate any practices that they find could compromise independence. Representations and Warranties. Credit rating agencies will require a series of representations and warranties from investment banks and other financially responsible parties about the loans underlying the RMBS*».

Si assiste inoltre ad un proliferare di iniziative a livello globale, tra cui di particolare rilievo quelle ad opera del *Financial Stability Forum* (aprile 2008)[250], del Fondo Monetario Internazionale (aprile 2008)[251] e, soprattutto, della IOSCO (maggio 2008) la quale pubblica un rapporto sul ruolo delle società di *rating* nella crisi recente[252] e una edizione assai rivisitata del proprio codice di condotta[253] volta a tenere conto delle nuove esigenze organizzative e comportamentali emerse negli ultimi mesi.

Molto efficaci sono le linee direttive d'intervento suggerite nel rapporto del *Financial Stability Forum*, ove sono contenute una serie di raccomandazioni volte a indurre le agenzie a (i) migliorare la qualità dei processi di *rating* e gestire i conflitti di interesse nei giudizi sui prodotti strutturati, (ii) differenziare i *rating* utilizzati per i prodotti strutturati da quelli delle obbligazioni e accrescere l'informazione iniziale e continuativa riguardo alle caratteristiche di rischio dei prodotti strutturati, (iii) migliorare la valutazione della qualità dei dati utilizzati e la *due diligence* svolta sulle attività sottostanti da parte degli *originators*, degli *arrangers* e degli emittenti coinvolti nei prodotti strutturati.

È inoltre suggerito agli investitori di ridimensionare l'eccessiva fiducia nei *rating*, alle associazioni rappresentative degli investitori di valutare lo sviluppo di prassi di *due diligence* e di analisi del rischio di

---

[250] FINANCIAL STABILITY FORUM, *Report on Enhancing Market and Institutional Resilience*, 7 aprile 2008, in *www.fsforum.org*, anche in lingua italiana consultabile in *www.bancaditalia.it*. Aggiornato poi il 15 settembre 2008 *Ongoing and Recent Work Relevant to Sound Financial Systems* e il 10 ottobre 2008 *Market and Institutional Resilience. Follow-up on Implementation*.

[251] FONDO MONETARIO INTERNAZIONALE, *Containing Systemic Risks and Restoring Financial Soundness*, aprile 2008, in www.imf.org.

[252] IOSCO, *The role of credit rating agencies in structured finance markets, final report*, in *www.iosco.org*, maggio 2008, ove, dopo aver analizzato il ruolo delle agenzie nelle recenti crisi e le relative debolezze, si focalizza l'attenzione dei futuri interventi autodisciplinari e normativi essenzialmente su tre aree: «*1. CRA transparency and market perceptions; 2. Independence and avoidance of conflicts of interest; and 3. CRA competition and the interaction this competition may have on CRA independence*».

[253] IOSCO, *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*, in *www.iosco.org*, *revised* maggio 2008 che, notoriamente, è essenzialmente strutturato in tre aree di autodisciplina: «*1. The Quality and Integrity of the Rating Process; 2. CRA Independence and the Avoidance of Conflicts of Interest; and, 3 CRA Responsibilities to the Investing Public and Issuers*».

credito per gli investimenti nei prodotti strutturati, alle autorità di vigilanza di ponderare il ruolo assegnato ai *rating* nella regolamentazione[254].

A livello mondiale ci si è occupati di principi e raccomandazioni, ma è a livello locale che quelle prescrizioni generali si sono tramutate in regole specifiche e coercitive.

Ancora una volta l'intervento più solerte ha radici negli Stati Uniti. Qui la posione di vantaggio è evidente: ci si muove sulla base di un *corpus* normativo moderno, di recente emanazione e nel complesso adeguato e come tale bisognoso semplicemente di modifiche e integrazioni di specie e non di sistema.

Come di consueto si è proceduto prima al coinvolgimento consultivo degli operatori interessati dinanzi alla Camera[255] e al Senato[256], poi con l'iniziativa ad opera dell'*Attorney General* Andrew Cuomo in precedenza descritta, poi ancora con il rapporto del *President's Working Group on Financial Markets*[257] e infine con le iniziative della SEC intraprese sulla base della recente legge.

---

[254] Così il FINANCIAL STABILITY FORUM, *Report on Enhancing Market and Institutional Resilience*, 7 aprile 2008, 42 ss., in www.fsforum.org, anche in lingua italiana consultabile in www.bancaditalia.it.

[255] Dinanzi al *Subcommittee on capital markets, insurance, and government sponsored enterprises of the Committee on financial services - House of Representatives* si è svolta l'audizione del 27 settembre 2007 su *The role of credit rating agencies in the structured finance market*, mentre avanti al *Committee on Oversight and Government Reform - House of Representatives* si è svolta il 22 ottobre 2008 l'audizione su *Credit rating agencies and the financial crisis*.

[256] Dinanzi al *Senate Committee on banking, housing and urban affairs* si sono tenute le audizioni del 26 settembre 2007 su *The role and impact of credit rating agencies on the subprime credit markets*, e quella del 22 aprile 2008 su *Turmoil in u.s. credit markets: the role of the credit rating agencies*.

[257] THE PRESIDENT'S WORKING GROUP ON FINANCIAL MARKETS, *Policy Statement on Financial Market Developments*, marzo 2008, in www.ustreas.gov, a cui è susseguito nell'ottobre 2008 *Progress Update on March Policy Statement on Financial Market Developments*, sempre in www.ustreas.gov. Le raccomandazioni suggerite dal PWG in relazione alla riforma dei processi di *rating* concernenti la finanza strutturata sono le seguenti*: «- Credit rating agencies should disclose what qualitative reviews they perform on originators of assets that collateralize ABS rated by the CRA and should require underwriters of ABS to represent the level and scope of due diligence performed on the underlying assets; - The CRAs should reform their ratings processes for structured credit products to ensure integrity and transparency. The PWG welcomes the steps already taken by the CRAs, and particularly encourages the CRAs to: enforce policies and procedures that manage*

In prima istanza, in virtù dei poteri di vigilanza attribuiti alla SEC dal *Credit Rating Agency Reform Act* nel settore del *rating*, la Commissione ha avviato un'indagine sull'operato delle agenzie nel segmento della finanza strutturata, i cui esiti sono pubblicati in apposito rapporto del luglio 2008, e in cui si accerta che non sempre ad un'implementazione formale delle pratiche suggerite dai codici di autodisciplina sia poi corrisposta una sostanziale attuazione[258].

In seconda battuta, la SEC ha posto in consultazione alcune nuove proposte regolamentari (giugno 2008)[259] che sostanzialmente si occupano di tre aree di disciplina: una maggiore e migliore attuazione della recente legge, in particolare sui conflitti di interesse e sugli obblighi di trasparenza, una distinzione fra giudizi relativi a prodotti della finanza tradizionale e *rating* su prodotti della finanza strutturata nonché l'eliminazione di taluni riferimenti superflui che la regolamentazione fa ai *rating*.

---

conflicts of interest, including implementing changes suggested by the SEC's broad review of conflict of interest issues; publish sufficient information about the assumptions underlying their credit rating methodologies, so that users of credit ratings can understand how a particular credit rating was determined; make changes to the credit rating process that would clearly differentiate ratings for structured products from ratings for corporate and municipal securities; make ratings performance measures for structured credit products and other ABS readily available to the public in a manner that facilitates comparisons across products and credit ratings; o work with investors to provide the information investors need to make informed decisions about risk, including measures of the uncertainty associated with ratings and of potential ratings volatility; and o ensure that adequate personnel and financial resources are allocated to monitoring and updating ratings. - The PWG will facilitate formation of a private-sector group (with representatives of investors, issuers, underwriters, and CRAs) to develop recommendations for further steps that the issuers, underwriters, CRAs, and policymakers could take to ensure the integrity and transparency of ratings, and to foster appropriate use of ratings in risk assessment; - PWG member agencies will reinforce steps taken by the CRAs through revisions to supervisory policy and regulation, including regulatory capital requirements that use ratings; and - The PWG will revisit the need for changes to CRA oversight if the reforms adopted by the CRAs are not sufficient to ensure the integrity and transparency of ratings».

[258] SEC, *Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff's Examinations of Select Credit Rating Agencies*, in www.sec.gov., luglio 2008,

[259] SEC, *Proposed Rules for Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*, 16 giugno, 2008, in www.sec.gov.

Dall'attività d'indagine propulsiva della SEC emergono sia alcune motivazioni secondarie sottese all'inefficienza delle agenzie, sia la proposta di nuove regole volte a migliorare il settore.

Quanto alle prime, possono sintetizzarsi le seguenti cause a fondamento del comportamento inefficace delle società di *rating*: (a) mancanza di adeguata trasparenza su taluni aspetti del processo di attribuzione dei *rating* e documentazione insufficiente sulle politiche di valutazione dei prodotti strutturati più complessi; (b) inefficiente acquisizione di dati sulla cui base viene fornito il giudizio e sull'affidabilità degli stessi; (c) inadeguatezza delle risorse delle agenzie a fronte della crescita del *business* della finanza strutturata; (d) scadente attività di monitoraggio dei *rating* già emessi, nonché (e) criticità nella gestione dei conflitti di interesse e dei processi di *internal audit*.

Quanto alle nuove possibili regole in materia, si segnalano la proposta di (i) vietare l'emissione di giudizi su prodotti di finanza strutturata *unless information on the characteristics of assets underlying the product is available*, (ii) vietare l'attribuzione di un *rating* su prodotti di finanza strutturata alla cui costruzione l'agenzia, o suoi analisti, abbiano partecipato a livello preventivo e consultivo, (iii) pubblicizzare tutti i *rating* emessi, revisionati, dati storici per aggregato e per *performance*, (iv) separare chi attribuisce i *rating* da chi negozia le remunerazioni dell'agenzia, e soprattutto (v) «*if a quantitative model is a substantial component in the process of determining the credit rating, a record of the rationale for any material difference between the credit rating implied by the model and the final credit rating issued*»[260].

La SEC ha dato attuazione alla maggior parte delle *Proposed Rules* del giugno 2008 appena illustrate emanando la *Final Rule 34-59342* del 2 febbraio 2009[261], unitamente a una nuova *Proposed Rule 34-59343* in pari data[262].

In estrema sintesi, le modifiche regolamentari apportate dalla SEC con la *Final Rule* del 2 febbraio 2009 prevedono un ampliamento

---

[260] SEC, *Proposed Rules for Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*, 16 giugno, 2008, in www.sec.gov, 74.

[261] SEC, *Amendments to Rules for Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*, del 2 febbraio 2009, in *www.sec.gov*.

[262] SEC, *Re-proposed Rules for Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*, del 2 febbraio 2009, in *www.sec.gov*.

della *disclosure* richiesta alle NRSRO sia nel comunicare la *performance* statistica dei propri *rating* e le metodologie usate nell'emettere i giudizi relativi ai prodotti di finanza strutturata sia nell'ampliare le informazioni disponibili sui propri siti *internet*[263].

L'attuazione e il perfezionamento di un *corpus* normativo innovativo, tuttavia, non si esaurisce in un breve lasso di tempo. Coerentemente con questo assunto la SEC continua a produrre nuove regole applicative dei principi contenuti nel *Credit Rating Agency Reform Act of 2006*.

Inoltre, i primi dati statistici successivi all'entrata in vigore della nuova normativa statunitense consentono di mettere a fuoco già alcune priorità nello sviluppo dell'articolato regolamentare secondario.

Paradigmatiche al riguardo sono le riflessioni del Commissario SEC Kathleen L. Casey contenute nell'intervento del 17 settembre 2009 all'*open meeting* chiamata ad illustrare al mercato alcune nuove proposte di regolazione avanzate dalla Commissione[264]. In questa circostanza il commissario Casey ha evidenziato quattro principi essenziali da seguire nella predisposione della regolamentazione attuativa: (1) «*SEC must act consistently with the congressional intent to improve competition*»; (2) «*obsession with conflicts of interest misses the point*»; (3) «*too much regulation will not foster investor protection*»; e (4) «*more liability is not the solution*». In sostanza, ad avviso del Commissario Casey, l'incremento della concorrenzialità del mercato del *rating* costituisce obiettivo primario della regolamentazione settoriale e consente anche di ridimensionare il fenomeno discorsivo causato dal conflitto di interessi strutturale in cui versano le maggiori agenzie di *rating*. Inoltre, ben più importanti delle

---

[263] Come si legge nella *Final rule* del 2 febbraio 2009, 19, ove, ad esempio, è previsto che «*by requiring NRSROs to publicly disclose ratings action histories for a limited percentage of their outstanding issuer-paid credit ratings, market participants, academics and others should still be able to use the information to perform analysis comparing how the NRSROs subject to the disclosure rule perform in the classes of credit ratings for which they are registered*» e a pag. 31 un ulteriore obbligo per cui «*an NRSRO is required to retain any written communications received from persons not associated with the NRSRO that contain complaints about the performance of a credit analyst in initiating, determining, maintaining, monitoring, changing, or withdrawing a credit rating*».

[264] K.L.CASEY, *Speech by SEC Commissioner: Statement at SEC Open Meeting*, September 17, 2009, in www.sec.gov.

misure anti-conflitto sono le prescrizioni che aumentano l'integrità e l'accuratezza dei *rating*, ad esempio mediante un incremento del ventaglio di informazioni accessibili al pubblico. Infine, da un lato sarebbe auspicabile un ridimensionamento dei riferimenti che la regolamentazione in materia finanziaria correla ai *rating* e, dall'altro, non vi sarebbe alcun beneficio nell'irrigidimento e ampliamento della responsabilità civile delle agenzie nei confronti degli investitori.

Non del tutto coerentemente con i suggerimenti del Commissario Casey, in data 17 settembre 2009 la SEC ha approvato una serie di ulteriori proposte di intervento regolamentare volte a migliorare la qualità dei *rating*. Esse consistono, tra l'altro: (i) nell'ampliamento delle informazioni che le agenzie sono tenute a comunicare al pubblico in merito ai criteri di valutazione utilizzati per i prodotti strutturati e alla provenienza delle entrate finanziarie, (ii) nella riduzione dei riferimenti che la normativa statunitense sui mercati finanziari dedica ai *rating* e alle NSRO, (iii) nella maggiore pubblicità dei limiti connessi a ciascun *rating*, (iv) nella comunicazione dei *preliminary ratings* non tramutatisi in giudizi definitivi (volta a impedire il fenomeno del *rating shopping*), nonché (v) nell'irrigidimento della responsabilità civile delle agenzie nell'ambito delle offerte di prodotti finannziari al pubblico[265].

La *proposed rule* 34-59343 del 2 febbraio 2009 (in precedenza richiamata) trova attuazione attraverso l'emanazione della *final rule* 34-61050 del 23 novembre 2009 (avente efficacia dal 2 febbraio 2010)[266] e, segnatamente, mediante un ampliamento degli obblighi informativi della agenzie in merito all'andamento storico dei propri giudizi e consentendo l'accesso da parte delle società di *rating* a materiale e informazioni riservati benché suscettibili di essere incorporati in un *rating* destinato al pubblico, il tutto in via propedeutica ad un innalzamento della concorrenza nel settore del *rating* e, in particolare, del segmento relativo ai giudizi sui prodotti della finanza strutturata.

Sempre in data 23 novembre 2009 la SEC emana una nuova *proposed rule* (n. 34-61051)[267] volta a intensificare il flusso

---

[265] Si veda il *Fact Sheet, Strenghtning Oversight of Credit Rating Agencies Open Meeting of the Securities and Exchange Commission Sept. 17, 2009*, in www.sec.gov

[266] Anch'essa consultabile nel sito *internet* della SEC www.sec.gov

[267] Consultabile nel sito *internet* della SEC www.sec.gov

informativo a carico delle NSRO, per un verso proponendo l'istituzione di una funzione di controllo interno da attribuirsi ad apposito preposto incaricato di verificare la corrispondenza fra operato dell'agenzia e normativa ad essa applicabile (c.d. *compliance officer*)[268] e, per altro verso, richiedendo maggior dettaglio con riguardo alle risorse ed entrate di cui le società di *rating* dispongono e alla correlazione fra entità di tali entrate e provenienza delle stesse.

Da ultimo, e prima di affrontare e illustrare la rivoluzione copernicana registratasi *in subiecta materia* nell'ambito dell'Unione europea con l'emanazione del Regolamento CE n. 1060/2009, si rammentano le recenti analisi, a livello globale, avvenute ad opera del *Group of Thirty* (gennaio 2009)[269] e del G20 riunitosi a Londra nell'aprile 2009[270].

7. L'ordinamento comunitario (principi generali e impatto sul sistema).

Nell'epoca del mercato globale in cui investitori, emittenti, intermediari e capitali si muovono liberamente da un ordinamento all'altro evitando, per quanto possibile, barriere in ingresso e in uscita, una regolamentazione giuridica eterogenea del medesimo fenomeno economico è idonea a dare luogo a pericolosi arbitraggi normativi e ad

---

[268] La figura del *compliance officer*, proposta dalla SEC, assume connotati che, con le differenze del caso, la avvicinano sensibilmente al "*dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari*" di cui all'art. 154-*bis* del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58. L'accostamento non attiene alla funzioni concretamente svolte dalle due figure (in quanto mentre il dirigente preposto ha compiti di vigilanza contabile il *compliant officer*, invece, svolgerebbe funzioni di monitoraggio di diversa natura, focalizzate sul grado di attuazione delle regole applicabili all'agenzia di *rating* e, segnatamente, sull'utilizzo delle informazioni riservate e sulla gestione dei conflitti di interesse), ma potrebbe essere utile per meglio comprendere limiti e responsabilità cui il preposto è soggetto, sotto un profilo societario, in virtù della funzione di controllo interno al medesimo affidata e al ruolo di interlocuzione con soggetti terzi che dovrebbe esercitare a tutela della migliore efficienza della società e quindi del mercato in generale. Sul dirigente preposto di cui all'art. 154-*bis* del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, di recente introduzione in Italia, si vedano, in luogo di molti, i contributi di S.FORTUNATO, *Il dirigente preposto ai documenti contabili nel sistema dei controlli societari,* in *Società,* 2008, 401 ss.; R.RORDORF, *Il dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari,* in *Società*, 2007, 1205 ss.

[269] GROUP OF THIRTY, *Financial Reform. A Framework for Financial Stability*, gennaio 2009, in www.group30.org.

[270] I cui comunicati ufficiali sono consultabili anche in *www.bancaditalia.it*.

aprire il varco a comportamenti opportunistici da parte dei destinatari delle norme più rigorose.

Se poi il differente trattamento normativo del medesimo fenomeno economico si manifesta in termini di approccio regolamentare antitetico da parte dei due ordinamenti giuridico-economici più evoluti, allora la questione si fa, oltre che singolare, a tratti allarmante.

Ebbene, nel triennio 2006-2009 lo scenario regolamentare mondiale nel settore del *rating* ci ha posto dinanzi a questa apparente contraddizione.

Da un lato gli Stati Uniti con il *Credit Rating Act Reform* del 2006 fornivano una regolamentazione cogente e tendenzialmente esaustiva dell'attività di *rating* e dei suoi operatori mentre, dall'altro lato, l'Unione europea si rendeva promotrice di un approccio meramente "autoregolamentare", ritenendo nella *Comunicazione sulle agenzie di rating del credito* del 2006 che il settore del *rating* fosse già sufficientemente disciplinato poiché in quel momento sembrava soddisfacente l'equilibrio esistente fra le normative di settore che facevano riferimento al *rating* e le prescrizioni autoregolamentari all'epoca vigenti.

L'Unione europea dimostrava una fiducia sin troppo cieca nelle virtù autoregolamentari del mercato, virtù che, di lì a poco, sarebbero state messe in seria discussione dalla crisi della finanza strutturata.

E infatti, poiché la scelta di un approccio autoregolamentare da parte della Commissione europea era stata all'epoca effettuata *rebus sic stantibus*, l'organo esecutivo comunitario si era riservato espressamente la facoltà di cambiare opinione, per esempio optando per nuove proposte legislative in materia, in caso di (i) inefficiente adeguamento da parte delle agenzie al codice IOSCO, ovvero, profeticamente, (ii) «*in caso di nuovi sviluppi, ad esempio di serie* défaillance *del mercato*»[271], o ancora, altrettanto profeticamente, (iii) «*in caso di cambiamenti significativi della legislazione che disciplina questa attività in altre parti del mondo*»[272].

Il resto è storia dei nostri giorni.

---

[271] Così le conclusioni della *Comunicazione sulle agenzie di rating del credito* del 2006.

[272] In tal senso le conclusioni della *Comunicazione sulle agenzie di rating del credito* del 2006.

Tutte e tre gli eventi disgiuntamente configurati come condizioni di per sé sufficienti a giustificare un cambiamento di rotta da parte dell'Unione europea in materia di *credit rating* si sono verificati in maniera tangibile e fortemente pregiudizievole per il mercato e, pertanto, si è attivato in tempi rapidi anche in Europa l'*iter* necessario per tradurre in norme cogenti le nuove linee di intervento.

Sebbene in ritardo rispetto agli Stati Uniti, anche l'Unione europea ha mutato il proprio atteggiamento nei confronti del settore del *rating*: non più piena fiducia nella capacità degli operatori e del mercato del *rating* di autoregolamentarsi con efficienza, bensì presa di coscienza della necessità di un intervento normativo consistente, sofisticato e tale da contribuire al ripristino della fiducia degli investitori nella bontà dei giudizi di *rating,* senza però per questo avvincere eccessivamente le società di *rating* entro un fascio di oneri sproporzionati idonei a comprometterne un'efficiente gestione del *business*.

Contrariamente a quanto di solito accade, stavolta il ritardo con cui l'Unione europea è intervenuta nel regolamentare la materia ha consentito di concepire e delineare una normativa che, a differenza di quella statunitense del 2006, nasce e si sviluppa interamente a valle della crisi della finanza strutturata e, quindi, ne recepisce tutti gli insegnamenti prospettandosi per l'effetto come l'apparato legislativo più moderno e completo ad oggi esistente in materia.

Ma vediamo come si è spostato nell'Unione europea l'equilibrio fra vincoli eteronomi e principi di autodisciplina cui soggiacciono le società di *rating* e se il nuovo *corpus* normativo appaia effettivamente in grado di rispondere alle criticità riscontrate nel settore alla luce delle recenti crisi finanziarie.

A seguito del manifestarsi della crisi della finanza strutturata, nell'autunno del 2007 la Commissione ha chiesto al CESR e al gruppo di esperti dei mercati europei dei valori mobiliari (ESME) di esprimersi in merito ad alcuni aspetti relativi all'attività e al ruolo delle *credit rating agencies* (nel prosieguo anche CRAs) nei mercati finanziari, ed in particolare nel segmento della finanza strutturata.

Il CESR ha presentato la propria relazione il 13 maggio 2008[273] mentre l'ESME il 4 giugno 2008[274].

[273] Il *consultation paper* pubblicato dal CESR in materia e intitolato "*The role of credit rating agencies in structured finance*" è invece datato febbraio 2008. Entrambi i documenti sono reperibili su www.cesr.eu.

Di proprio impulso la Commissione ha inoltre invitato le parti interessate a prendere posizione in una consultazione pubblica iniziata il 31 luglio 2008[275].

Dalle consultazioni svolte è emerso come le agenzie di *rating* fossero «*vicine all'origine dei problemi con il mercato dei* subprime» avendo emesso pareri eccessivamente favorevoli sugli strumenti strutturati che erano congegnati finanziariamente in modo da suscitare un'elevata fiducia negli investitori[276].

I dati raccolti dimostrano come le società di *rating* abbiano fornito prestazioni decisamente peggiori nell'assegnazione di *rating* ai prodotti della finanza strutturata piuttosto che ai prodotti finanziari tradizionali.

Pur essendosi concentrata sulle problematiche emerse in relazione ai *rating* assegnati ai prodotti finanziari strutturati, l'analisi della Commissione non ha trascurato che, a causa della velocità con cui notoriamente progredisce l'innovazione finanziaria, problemi analoghi potrebbero verificarsi in futuro in altre aree in cui l'esperienza delle agenzie di *rating* del credito risulta *ex ante* inesistente o semplicemente limitata.

---

[274] Il *report* dell'ESME è intitolato "*Role of Credit Rating Agencies*" ed è reperibile su www.ec.europa.eu/internal_market/securities/esme/index_en.htm. Oltre a seguire attentamente l'andamento dei lavori del CESR e dell'ESME, la Commissione ha tenuto discussioni con le principali agenzie di *rating* ed altre parti interessate (associazioni di categoria dei settori assicurativo, mobiliare e bancario, fornitori di informazioni, ecc.). Essa ha inoltre ricevuto contributi scritti di un'ampia gamma di associazioni, operatori del mercato e parti interessate. In ambito internazionale ha seguito attentamente altri sviluppi internazionali, come ad esempio la revisione del codice di condotta delle CRA approvata dalla IOSCO il 26 maggio, la relazione del forum per la stabilità finanziaria (FSF) pubblicata il 7 aprile 2008 e le proposte di modifica della legge americana sulle CRA presentate l'11 giugno e il 1° luglio 2008. La Commissione ha inoltre seguito le consultazioni svolte sia dalla IOSCO sia dall'FSF. Ha preso in considerazione le varie iniziative proposte e/o attuate dalle CRA, individualmente o a livello settoriale, ed ha beneficiato di un intenso dialogo informale con le agenzie di *rating*.

[275] Nell'ambito della predetta consultazione la Commissione ha ricevuto 82 contributi: 13 da agenzie di *rating*, 52 da organizzazioni delle parti interessate (banche, associazioni, fondi di investimento, casse di risparmio, ecc.) e 17 da autorità di regolamentazione dei valori mobiliari e ministri delle finanze nazionali.

[276] Così si esprime la Commissione nel Documento di lavoro dei Servizi della Commissione del 12 novembre 2008 che accompagna la proposta di Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio relativo alle agenzie di rating del credito intitolato "Impact Assessment".

A ciò si aggiunga che talune inefficienze emerse in rapporto ai *rating* della finanza strutturata sono inerenti alla struttura, al modello aziendale ed ai processi interni delle agenzie e, quindi, sono suscettibili di ripercuotersi anche sui settori più tradizionali di attività delle CRAs.

Nella propria analisi la Commissione ha riscontrato la diffusione di una serie di pratiche e comportamenti pregiudizievoli da parte delle società di *rating*, tra cui in particolare un'insoddisfacente gestione dei conflitti di interesse, un'inadeguata qualità delle metodologie valutative nonché una scarsa precisione nel comunicare al mercato sia le caratteristiche e i limiti dei *rating* che le informazioni sulle principali ipotesi sottese ai modelli di analisi.

Alla luce del quadro che precede, la Commissione ha ritenuto necessario un intervento pronto ed efficace in materia affinché le agenzie di *rating* traducessero in requisiti sostanziali i seguenti obiettivi di massima: (a) un'appropriata gestione dei conflitti di interesse, (b) un'adeguata vigilanza delle metodologie valutative e dei giudizi emessi, nonché (c) un accrescimento della trasparenza nei confronti del mercato.

Tra le varie opzioni in astratto possibili al fine di realizzare gli obiettivi richiamati, la Commissione ha ritenuto più adeguata la via della normazione cogente in luogo della mera autoregolamentazione.

Nello specifico, si è pensato a un quadro di regolamentazione globale applicabile a tutte le CRAs con attività in Europa i cui *rating* siano utilizzati per "*fini regolamentari*".

Tale approccio garantirebbe condizioni operative uniformi all'interno dell'UE per tutti gli operatori del settore ed eviterebbe eventuali frammentazioni del quadro giuridico che si verrebbero a creare ove l'intervento normativo fosse rimesso alla discrezione dei singoli Stati membri.

Al fine di realizzare con efficacia gli obiettivi generali sopra riportati, la Commissione ha ritenuto opportuno suggerire l'adozione di un sistema di vigilanza esterna sulle CRAs da parte delle autorità di regolamentazione dell'Unione congiuntamente a meccanismi di applicazione coercitiva delle nuove disposizioni dotati di sufficienza robustezza[277].

[277] Si veda al riguardo il Documento di lavoro dei Servizi della Commissione del 12 novembre 2008 che accompagna la proposta di Regolamento del Parlamento

Quale strumento tecnico da utilizzare per tradurre in prescrizioni normative i principi esposti è stato preferito il Regolamento comunitario alla semplice direttiva, in virtù della maggiore forza uniformante di cui lo stesso è dotato nonché dell'immediata applicabilità che lo connota.

I tre macro-obiettivi citati hanno quindi costituito lo scheletro della proposta di Regolamento stilata dalla Commissione europea.

La *Proposta di Regolamento relativo alle agenzie di rating del credito*[278] predisposta dalla Commissione è stata poi integrata ed emendata dal Parlamento europeo in sede deliberante e, in estrema sintesi, era scandita lungo i principi che seguono.

Al fine di una gestione appropriata dei conflitti d'interesse le CRAs devono identificare, gestire (o eliminare) e comunicare tutti i conflitti d'interesse esistenti e potenziali, adottare disposizioni specifiche in materia di *governance* interna, impedire la prestazione di servizi di consulenza, scoraggiare la pratica dello "*shopping for ratings*".

Il monitoraggio della qualità dei *rating* emessi presuppone l'utilizzo da parte delle CRAs di metodologie valutative rigorose, sistematiche, continuative e suscettibili di convalida sulla base dei dati storici. Metodologie, modelli e principali ipotesi di *rating* che devono essere mantenuti aggiornati e soggetti ad una revisione globale e periodica, senza trascurare che anche i singoli *rating* devono essere monitorati e aggiornati su base continuativa.

Per quanto concerne l'incremento della trasparenza delle CRAs e del loro operato, devono essere rese conoscibili le procedure interne, informando poi adeguatamente gli utenti sulle analisi svolte, sui limiti e sui rischi specifici esistenti.

A livello generale, poi, deve essere istituita una procedura di registrazione per le CRAs, al fine di garantire che i loro *rating* possano essere utilizzati da enti creditizi, imprese d'investimento, imprese di assicurazione e organismi di investimento collettivo del risparmio all'interno dell'UE, con un monitoraggio effettivo del rispetto dei requisiti che sia garantito in tutta l'Unione europea.

Europeo e del Consiglio relativo alle agenzie di rating del credito intitolato "Impact Assessment", reperibile in www.eur-lex.europa.eu.

[278] La proposta di *Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo alle agenzie di rating del credito* è reperibile in www.eur-lex.europa.eu.

Anche la Banca Centrale Europea, nel proprio parere del 21 aprile 2009 sulla proposta di *Regolamento relativo alle agenzie di rating del credito* predisposta dalla Commissione, ha condiviso sia l'approccio normativo seguito sia i tre obiettivi di massima posti a suo fondamento[279].

È in questo contesto che il Parlamento europeo in data 23 aprile 2009 ha approvato, con significativi emendamenti rispetto alla versione proposta dalla Commissione nel novembre 2008, il *Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo alle agenzie di rating del credito*[280] (nel prosieguo il "Regolamento").

Con l'entrata in vigore del predetto Regolamento[281], la rivoluzione copernicana della regolamentazione comunitaria in materia di *rating* può dirsi conclusa.

Non più l'affidamento del settore nelle mani di codici di categoria e della discrezionale adozione degli stessi da parte delle società di *rating*, bensì una regolamentazione del *rating* e dei suoi operatori dotata di *vis cogens*, modernità, tendenziale completezza e ambito di applicazione a dimensione comunitaria.

L'esigenza di una regolamentazione cogente a livello comunitario deriva da considerazioni di principio che emergono con chiarezza già nel primo considerando del Regolamento, ove il legislatore comunitario osserva come le società di *rating* svolgano un ruolo importante sui mercati mobiliari e bancari mondiali giacché i

---

[279] Parere della Banca Centrale Europea del 21 aprile 2009 sulla proposta di *Regolamento relativo alle agenzie di rating del credito* predisposta dalla Commissione, disponibile in www.ecb.int/ecb/html/index.it.html, ove la BCE rileva come (i) un miglioramento nel livello di trasparenza seguito nell'emissione dei *rating* e la loro osservazione costante consentano «*una migliore comparazione tra le valutazioni di rating delle agenzie di rating del credito*», promuovendo per l'effetto «*una più ampia concorrenza in tale settore*», (ii) standard di qualità e integrità adeguati siano auspicabili, così come (iii) «*l'integrità e l'indipendenza delle agenzie di rating del credito dovrebbero essere salvaguardate garantendo che i conflitti di interesse siano evitati o siano trattati adeguatamente nell'ambito di un quadro di regolamentazione trasparente*».

[280] Il testo del *Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo alle agenzie di rating del credito* approvato dal Parlamento europeo in data 23 aprile 2009 è reperibile su www.europarl.europa.eu.

[281] Il Regolamento è stato pubblicato nella Gazzetta ufficiale dell'Unione europea in data 17 novembre 2009 ed, eccezion fatta per talune disposizioni, è entrato in vigore il ventesimo giorno successivo alla predetta pubblicazione in Gazzetta (si veda l'art. 41 del Regolamento).

loro *rating* sono utilizzati dagli investitori, dagli emittenti e dai governi come elementi che contribuiscono alla formazione di decisioni informate in materia di investimenti e di finanziamenti. Inoltre è ivi messo in luce come le banche, le imprese di investimento, le assicurazioni e riassicurazioni, gli organismi di investimento collettivo del risparmio e altri soggetti vigilati possano utilizzare i *rating*, tra l'altro, come riferimento per il calcolo dei loro requisiti patrimoniali a fini di solvibilità o per il calcolo dei rischi nella loro attività di investimento. Ne consegue che i *rating* hanno un impatto significativo sul funzionamento del mercato e sulla fiducia degli investitori ed è pertanto essenziale che le agenzie di *rating* operino nel rispetto dei principi di integrità, trasparenza, responsabilità e buon governo, affinché i *rating* utilizzati nell'Unione europea emessi da tali agenzie siano indipendenti, oggettivi e di qualità adeguata[282].

Nonostante la loro notevole importanza per il funzionamento dei mercati finanziari, né le attività delle società di *rating* né le condizioni per l'emissione dei *rating* trovavano una propria disciplina normativa nella maggior parte degli Stati membri e, prima dell'emanazione del Regolamento, le agenzie di *rating* erano soggette alla legislazione comunitaria solo in settori limitati[283].

Per questo motivo si è reso opportuno dettare un *corpus* normativo volto a garantire che tutti i *rating* emessi da CRAs registrate nell'Unione europea siano di qualità adeguata ed emessi da società di *rating* soggette a requisiti rigorosi[284].

---

[282] In tal senso il primo considerando del Regolamento UE sulle agenzie di *rating*. Con ancora maggiore incisività nel quinto considerando del Regolamento UE sulle agenzie di *rating* è chiarito come sia opinione generale che le agenzie di *rating* non siano state capaci di adeguare tempestivamente i propri giudizi al peggioramento delle condizioni del mercato e di adattare per tempo i *rating* dopo l'aggravarsi della crisi finanziaria. Il modo migliore per porre rimedio a questa incapacità consiste nell'adottare misure in materia di conflitti di interesse, qualità dei *rating*, trasparenza delle società di *rating*, *governance* interna e sorveglianza delle attività delle società di *rating*. Inoltre, gli utenti dei *rating* non dovrebbero affidarsi ciecamente a tali giudizi. Essi dovrebbero sempre procedere con la massima attenzione alla propria analisi e all'opportuna diligenza prima di affidarsi a tali *rating*.

[283] Si veda al riguardo il secondo considerando del Regolamento UE sulle agenzie di *rating.*

[284] Poiché l'interesse generale sotteso alle nuove norme è, in massima parte, la tutela degli investitori intesi come classe indistinta, e quindi della loro fiducia nel mercato, è logico che, come è osservato nel considerando 19 e nel considerando 20 del Regolamento, da un lato il Regolamento non dovrebbe applicarsi ai *rating* prodotti

La stesura di un quadro normativo comune è quanto mai opportuna poiché, ove ciò non accadesse, potrebbe darsi il caso di misure statali tra loro divergenti e conseguente soggezione delle società di *rating* a regole diverse nei singoli Stati membri[285].

Requisiti divergenti in materia di qualità dei *rating* potrebbero poi comportare livelli di tutela differenti per gli investitori[286].

Prima di esaminare nello specifico l'articolato normativo è opportuno richiamare i più importanti e innovativi principi generali su cui si fonda il Regolamento.

In primo luogo, e fermo restando quanto verrà di seguito precisato in ordine all'ambito di applicazione soggettivo e oggettivo delle nuove norme, con l'emanazione del Regolamento non si è inteso in alcun modo limitare la capacità di investimento degli investitori, siano essi privati oppure vigilati[287]. Ciò vuol dire che non si è voluto

---

da un'agenzia di *rating* in seguito a un singolo ordine e forniti esclusivamente alla persona che li ha commissionati e che non sono destinati alla divulgazione al pubblico o alla distribuzione previo abbonamento (si veda in proposito l'art. 2, comma 1, e comma 2, lett. a, del Regolamento) e, dall'altro, la ricerca e le raccomandazioni in materia di investimenti ed altri eventuali pareri in merito al valore o al prezzo di uno strumento finanziario o di un'obbligazione finanziaria non dovrebbero essere considerati *rating* (si veda al riguardo l'art. 3, comma 2, del Regolamento).

[285] Sul punto efficacemente il paragrafo 2.2 della relazione illustrativa della Commissione alla proposta di regolamento, in www.ec.europea.eu.

[286] In argomento si rinvia al considerando 11 del Regolamento. Nel considerando 75 del Regolamento è precisato che, poiché l'obiettivo delle misure proposte è quello di garantire un livello elevato di protezione degli investitori fissando un quadro comune in materia di qualità dei *rating* emessi nel mercato interno, esso non può essere sufficientemente realizzato dagli Stati membri e dunque, data l'attuale mancanza di legislazione nazionale ed il fatto che la maggioranza delle agenzie di *rating* esistenti sono stabilite al di fuori dell'Unione europea, può essere realizzato meglio a livello comunitario. La Comunità può intervenire in base al principio di sussidiarietà sancito dall'articolo 5 del Trattato. Il Regolamento, quindi, si limita a quanto è necessario per conseguire tali obiettivi in ottemperanza al principio di proporzionalità enunciato nello stesso articolo.

[287] A ciò si aggiunga che, come evidenziato nel considerando 7 del Regolamento, quest'ultimo troverebbe applicazione ai *rating* emessi da agenzie di *rating* registrate nella Comunità ed, essendo lo scopo principale della normativa «*quello di tutelare la stabilità dei mercati finanziari e gli investitori*», i "*credit score*" (punteggi sull'affidabilità creditizia), i sistemi di "*credit scoring*" o valutazioni analoghe inerenti a obblighi derivanti dalle relazioni con i consumatori e i rapporti commerciali o industriali si considerano estranei dal campo di applicazione del Regolamento.

impedire *tout court* l'investimento in prodotti finanziari che non siano dotati di *rating* conformi al Regolamento bensì, semmai, limitare l'utilizzo a "fini regolamentari" esclusivamente dei *rating* emessi nel rispetto del Regolamento. Ne deriva una massima libertà di investimento temperata tuttavia da una circoscrizione dei benefici regolamentari solo ove il *rating* che ne costituisce il presupposto sia conforme a quanto prescritto dal Regolamento[288].

In secondo luogo, un'attenta lettura delle nuove disposizioni normative comunitarie rivela come muti sensibilmente, sebbene in via meramente indiretta, il regime di responsabilità civile delle società di *rating* che abbiano operato nel rispetto del Regolamento. Nel nuovo quadro normativo, ove la società di *rating* osservi le prescrizioni del Regolamento e quindi i suoi *rating* beneficino di quella valenza di "licenza regolamentare" ("*dispension giver*") che ne deriva, la responsabilità della stessa nei confronti degli investitori che abbiano riposto legittimo affidamento sulla correttezza e completezza

[288] Così il considerando 3 e l'art. 4, comma 1, del Regolamento, ove è precisato che il Regolamento «*non dovrebbe istituire un obbligo generale di sottoporre a rating gli strumenti o le obbligazioni finanziarie. In particolare, esso non dovrebbe obbligare gli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM), quali definiti dalla direttiva 85/611/CEE del Consiglio, del 20 dicembre 1985 sul coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) o gli enti pensionistici aziendali o professionali, quali definiti dalla direttiva 2003/41/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 3 giugno 2003, relativa alle attività e alla supervisione degli enti pensionistici aziendali o professionali ad investire esclusivamente in strumenti finanziari valutati a norma del presente regolamento*». Inoltre, al successivo considerando 4 e al 5 del Regolamento si afferma che il Regolamento «*non dovrebbe in alcun caso istituire un obbligo generale per gli istituti finanziari o gli investitori di investire esclusivamente in titoli per i quali è stato pubblicato un prospetto* […] *e che sono oggetto di rating ai sensi del presente regolamento. Inoltre, il presente regolamento non dovrebbe imporre agli emittenti, agli offerenti o alle persone che chiedono l'ammissione alla negoziazione nei mercati regolamentati l'obbligo di richiedere il rating per i titoli soggetti all'obbligo di pubblicare un prospetto* […]» e che «*un prospetto pubblicato a norma della direttiva 2003/71/CE e del regolamento (CE) n. 809/2004 dovrebbe contenere informazioni chiare e visibili indicanti se il rating del credito dei relativi titoli è stato emesso o meno da un'agenzia di rating con sede nella Comunità e registrata a norma del presente regolamento. Tuttavia, nulla nel presente regolamento dovrebbe impedire alle persone responsabili della pubblicazione di un prospetto, a norma della direttiva 2003/71/CE e del regolamento (CE) n. 809/2004, di inserire nel prospetto qualsiasi informazione pertinente, compresi i rating del credito emessi in paesi terzi nonché le relative informazioni*».

d'indagine da parte della CRA si rivelerà necessariamente acuita, con più ampie possibilità di protezione risarcitoria da parte del pubblico degli investitori lesi.

Plurime e convergenti sono le ragioni di tale convinzione.

Per quanto in questo capitolo interessa, e fermo rimanendo l'approfondimento dell'argomento nel capitolo successivo, è piuttosto evidente che l'ampliamento e l'irrigidimento degli obblighi comportamentali imposti a livello normativo primario alle società di *rating* sia nell'organizzazione strutturale sia nella conduzione della propria attività caratteristica[289] contribuiscono a connotare uno *status* soggettivo dotato di caratteri di particolare complessità e l'esistenza di una procedura di registrazione a dimensione pubblicistica, con controlli preventivi e successivi circa l'esistenza dei requisiti anzidetti da parte di autorità di vigilanza pubbliche, terze e imparziali genera un sicuro e legittimo affidamento da parte del mercato nella genuinità, professionalità e indipendenza delle società di *rating* registrate e nella correttezza del loro operato. A ciò si aggiunga poi che sono sensibilmente incrementati gli obblighi informativi preventivi cui le agenzie di *rating* devono soggiacere nello svolgimento del proprio *business*. Si noti ad esempio che, come è specificato nel trentacinquesimo considerando del Regolamento, per garantire la qualità dei *rating* una CRA registrata deve adottare «*misure per garantire che le informazioni utilizzate ai fini dell'assegnazione di un rating del credito siano affidabili*». Tali misure possono includere, a titolo esemplificativo, anche l'affidamento da parte delle società di *rating* ai soli bilanci oggetto di revisione indipendente, il ricorso da parte delle stesse a verifiche da parte di prestatori di servizi di buona reputazione ovvero a controlli diretti di campioni aleatori delle informazioni ricevute o ancora la previsione di disposizioni contrattuali che stabiliscano chiaramente la responsabilità dell'entità valutata o di terzi ad essa collegati qualora le informazioni fornite ai fini del rilascio del *rating* fossero notoriamente e sostanzialmente false o fuorvianti o anche semplicemente colposamente poco accurate.

E quindi, sebbene il sessantanovesimo considerando del Regolamento precisi che eventuali richieste di risarcimento nei confronti delle agenzie di *rating* per violazione delle disposizioni del

[289] Rimanendo comunque inteso che, nonostante l'emanazione del Regolamento, le società di *rating* devono applicare su base volontaria il *Code of Conduct* emanato dalla IOSCO" (si veda il terzo considerando del Regolamento).

Regolamento debbano essere fatte valere «*a norma della pertinente legislazione nazionale in materia di responsabilità civile*», pertanto nulla aggiungendo né modificando in via "diretta" circa il regime di responsabilità civile già vigente[290], è piuttosto evidente che da un punto di vista sostanziale le norme appena citate contribuiscano ad un ampliamento, seppure in via semplicemente "indiretta", dei profili di responsabilità civile da parte delle società di *rating* vigilate nei confronti degli investitori in dipendenza dello svolgimento della propria attività caratteristica.

In terzo luogo, nonostante la nuova impalcatura normativa rafforzi notevolmente l'incidenza della vigilanza esterna da parte delle autorità pubbliche sulle agenzie di *rating*, al fine di proteggere la stabilità dei mercati finanziari e gli interessi degli investitori, rimane comunque intatta e preservata l'indipendenza tecnica delle società di *rating* nel processo di emissione dei propri giudizi in quanto, come è efficacemente evidenziato a livello di principio nel cinquantottesimo considerando del Regolamento, «*né le autorità competenti né gli Stati membri dovrebbero interferire in relazione alla sostanza dei rating e alle metodologie con le quali un'agenzia di rating del credito determina i rating al fine di evitare di compromettere i rating*».

---

[290] Nel proprio parere in merito alla proposta di Regolamento, in *Gazzetta Ufficiale dell'Unione europea*, 17 novembre 2009, 118-123, il COMITATO ECONOMICO E SOCIALE EUROPEO «*chiede alla Commissione di occuparsi della dichiarazione di esclusione della responsabilità (*disclaimer*) delle CRA. Poiché tale dichiarazione tende a svuotare di valore i rating, questi ultimi non rappresentano in realtà una base soddisfacente per calcolare i requisiti patrimoniali. Vanno adottate misure che prevedano la responsabilità delle CRA per i rating da loro assegnati. Possono essere tollerati gli errori, ma non la mancanza della dovuta diligenza. […] La formula tipica della dichiarazione è la seguente: «chiunque utilizzi le informazioni qui contenute non dovrebbe basarsi sulle valutazioni del merito del credito, o su qualsiasi parere qui espresso per le proprie decisioni d'investimento». Sostenere che i rating non sono altro che un parere e che non bisogna basare su di essi le decisioni svuota il concetto di patrimonio di vigilanza di ogni valore, come dimostrato dall'attuale crisi. La nuova regolamentazione dovrebbe prevedere l'obbligo per le CRA di assumersi la responsabilità dei rating assegnati*». I suggerimenti del CESE in argomento non sono stati tuttavia seguiti a livello normativo nel Regolamento, anche se sono sicuramente principi interpretativi utili cui far ricorso, come meglio si vedrà nel capitolo che segue, nei giudizi relativi alla responsabilità delle società di *rating* nei confronti degli investitori.

8. L'ordinamento comunitario (regolamentazione del soggetto e della sua attività).

Procediamo adesso ad una sintetica disamina del nuovo articolato normativo, che una volta ricondotto a sistema potrà darci un'immagine dei profili tipologici e dei vincoli di sistema che caratterizzano il settore del *rating* e le CRAs nell'ordinamento comunitario[291].

In linea di principio il Regolamento stabilisce le condizioni per l'emissione dei *rating* e fissa disposizioni in merito all'organizzazione e all'esercizio delle attività delle società di *rating* al fine di promuoverne l'indipendenza e la prevenzione dei conflitti di interesse. L'impalcatura regolamentare comune è strumentale al miglioramento dell'integrità, della trasparenza, della responsabilità, della buona *governance* e dell'affidabilità delle attività di *rating.* Ciò consente un incremento della qualità dei *rating*, un miglior funzionamento del mercato interno e, in ultima analisi, un grado elevato di protezione degli investitori[292].

Ben più complessa è l'impostazione seguita dal legislatore comunitario nel definire l'ambito di applicazione dei nuovi precetti normativi.

In termini generali il Regolamento si applica ai *rating* emessi dalle società di *rating* registrate nella Comunità che sono comunicati al pubblico o distribuiti previo abbonamento[293].

Al suddetto principio generale fanno tuttavia eccezione una serie di ipotesi, tant'è che il Regolamento non si applica: (a) ai *rating*

---

[291] Un primo commento al nuovo Regolamento comunitario sulle agenzie di *rating* è offerto, nella letteratura italiana, da L.PICARDI, *Il* rating *fra crisi e riforma dei mercati finanziari*, in *Riv. dir. civ*., 2009, 713 ss., la quale al riguardo osserva come, in termini generali, «*l'interesse del legislatore comunitario tenda a concentrarsi sulla struttura organizzativa e sulle modalità operative delle agenzie di* rating*, in una visione attenta a salvaguardare la fiducia dei partecipanti al mercato, vista alla stregua di un "bene pubblico", e, in definitiva, come una componente essenziale della stabilità fuinanziaria*».

[292] In questo senso è piuttosto chiaro l'art. 1 del Regolamento che ne definisce l'"oggetto".

[293] Così a chiare lettere l'art. 2, comma 1, del Regolamento. Come osserva correttamente la Banca Centrale Europea nel proprio parere del 21 aprile 2009, in www.ecb.int/ecb/html/index.it.html, «*i rating sono considerati come comunicati al pubblico se consentono accesso agli utilizzatori potenziali alle medesime condizioni e permettono una valutazione adeguata da parte del pubblico*».

privati prodotti in seguito a un singolo ordine e forniti esclusivamente alla persona che li ha commissionati e non destinati alla divulgazione al pubblico o alla distribuzione previo abbonamento, (b) ai "*credit score*" (punteggio sull'affidabilità creditizia), ai sistemi di "*credit scoring*" o valutazioni analoghe inerenti a obblighi derivanti dalle relazioni con i consumatori e i rapporti commerciali o insustriali, (c) ai *rating* prodotti dalle agenzie per il credito all'esportazione[294], e (d) ai *rating* prodotti dalle banche centrali al ricorrere di determinate condizioni[295].

Come anticipato al paragrafo che precede, il Regolamento non impone agli investitori di qualsiasi natura alcuna limitazione alla capacità di investimento a seconda del fatto che il singolo prodotto finanziario disponga o meno di un *rating* conforme alle prescrizioni normative, bensì si limita a consentire ai soggetti vigilati (banche, assicurazioni, imprese di investimento, ecc.) l'utilizzo a «*fini regolamentari*» solo di *rating* emessi da agenzie di *rating* stabilite nella Comunità e registrate conformemente al Regolamento[296].

Sebbene il proposito seguito dal legislatore comunitario sia piuttosto chiaro, non altrettanto può dirsi per quanto concerne il significato della nozione di "fini regolamentari". Una corretta delimitazione del perimetro di tale locuzione è fondamentale per comprendere quale sia il campo di applicazione dei precetti sopra esposti.

La Proposta di Regolamento predisposta dalla Commissione nel novembre 2008 non chiariva bene cosa significasse tale espressione, tanto da aver sollevato un monito da parte della Banca Centrale Europea a precisarne meglio il contenuto. In particolare, la Proposta di Regolamento definiva i "fini regolamentari" principalmente attraverso un riferimento all'esempio più significativo di ricorso ai *rating* del credito nell'ambito della regolamentazione finanziaria, vale a dire la direttiva 2006/48/CE del 14 giugno 2006 relativa all'accesso

[294] Si tratta delle agenzie per il credito all'esportazione di cui all'allegato VI, parte 1, della direttiva 2006/48/CE (cfr. art. 2, comma 2, lett. c).

[295] I *rating* prodotti dalle banche centrali non sono soggetti al Regolamento ove: (i) non siano pagati dall'entità valutata; (ii) non siano comunicati al pubblico; (iii) siano emessi nel rispetto dei principi, delle norme e delle procedure che garantiscono l'integrità e l'indipendenza adeguate dell'attività di *rating* secondo quanto previsto dal Regolamento e (iv) non riguardano strumenti finanziari emessi dalle banche centrali dei rispettivi Stati membri.

[296] Si veda l'art. 4, comma 1, del Regolamento.

all'attività degli enti creditizi, ai sensi della quale questi ultimi possono utilizzare i *rating* come uno dei riferimenti per il calcolo dei loro requisiti patrimoniali a fini di solvibilità. Trattandosi di un riferimento normativo avente valenza esemplificativa e non esaustiva, non risolveva la questione se i *rating* utilizzati a "fini regolamentari" ricomprendessero o meno tutti i riferimenti al ricorso del *rating,* effettuati dalla legislazione comunitaria e dalle leggi nazionali, aventi un impatto potenzialmente elevato sul sistema finanziario e comunque diretti a determinati investitori professionali[297].

In sede di approvazione parlamentare è stato chiarito, all'art. 3, comma 1, lett. g), che la locuzione "a fini regolamentari" è riferita all'«*utilizzo dei rating del credito allo scopo specifico di conformarsi al diritto comunitario così come recepito dalla legislazione nazionale degli Stati membri*».

La definizione, sotto un profilo meramente letterale, appare piuttosto tautologica e non suscettibile di rispondere con esattezza alle questioni interpretative in precedenza riportate.

Sembra quindi auspicabile un'interpretazione della norma di natura teleologica che valorizzi gli obiettivi di massima perseguiti al di là del dettato letterale vacuo e potenzialmente fuorviante.

Sarà pertanto da ritenersi utilizzabile esclusivamente un *rating* conforme al Regolamento ogni qual volta una valutazione del merito creditizio di un prodotto finanziario o di un emittente rivesta funzioni di "licenza regolamentare" e quindi un ordinamento normativo, primario o secondario, faccia derivare dall'ottenimento di un determinato livello di *rating* un particolare trattamento disciplinare.

La ragione è piuttosto intuitiva: tutte le volte che una normativa primaria o secondaria assegni a un certo *rating* l'idoneità a produrre effetti giuridici nel mondo degli affari, è auspicabile che tale *rating* disponga delle caratteristiche assicurate dal rispetto del Regolamento.

---

[297] In tal senso sembra propendere il paragrafo 2.2 della relazione illustrativa della Commissione alla proposta di regolamento, in www.ec.europea.eu, ove si legge «*la regolamentazione proposta è inoltre proporzionata, come richiesto all'articolo 5, paragrafo 3 del trattato CE. Essa ha per oggetto non tutte le agenzie di rating del credito, bensì soltanto quelle i cui rating sono utilizzati a fini regolamentari da istituti finanziari, vale a dire quelle con un impatto potenzialmente elevato sul sistema finanziario*», e il paragrafo 5.2.4 del documento di lavoro della Commissione (Valutazione d'impatto) del 12 novembre 2008, in www.ec.europea.eu.

I benefici di una maggiore stabilità del *rating* utilizzato a fini regolamentari si ripercuotono in via diretta sugli intermediari che se ne avvalgono ai propri fini normativi e, in via indiretta, sul pubblico degli investitori che potrà riporre un affidamento più sicuro sulla bontà di quei giudizi che siano stati rilasciati nell'osservanza del Regolamento.

Un elemento di tutela diretta degli investitori si rinviene, invece, nelle prescrizioni di cui all'art. 4, comma 1, secondo paragrafo, del Regolamento, laddove è previsto che qualora un prospetto pubblicato a norma della direttiva 2003/71/CE e del regolamento (CE) n. 809/2004 contenga un riferimento a uno o più *rating*, l'emittente, l'offerente o la persona che chiede l'ammissione alla negoziazione sui mercati regolamentati provvede affinché il prospetto includa anche informazioni chiare e ben visibili indicanti se tali *rating* sono stati emessi o meno da un'agenzia di *rating* stabilita nella Comunità e registrata a norma del Regolamento.

Così facendo gli investitori potranno giudicare con maggiore cognizione di causa sulla attendibilità o meno dei *rating* cui il prospetto illustrativo fa riferimento[298].

È poi importante rammentare che, a mente dell'art. 4, comma 2, del Regolamento, l'emissione di un *rating* da parte di un'agenzia stabilita nella Comunità e registrata conformemente al Regolamento si considera avvenuta quando il *rating* è stato pubblicato sul sito *internet* dell'agenzia di *rating* in questione ovvero con altri mezzi o ancora distribuito previo abbonamento e presentato e reso pubblico sempre nel rispetto delle prescrizioni del Regolamento.

Una maggiore trasparenza e informativa del mercato circa il concreto esercizio dell'attività di *rating* è garantita anche dalla disciplina sulla comunicazione e sulla presentazione dei *rating.* Le norme regolamentari prevedono infatti che le società di *rating* comunichino qualsiasi *rating* e qualsiasi decisione di abbandono di un *rating* su base non selettiva e in modo tempestivo. Si noti che nei casi in cui l'agenzia adotti una decisione di abbandono di un *rating*, le

---

298 come è ben precisato al considerando 2-ter del Regolamento, quest'ultimo non vuol in alcun modo imporre agli emittenti, agli offerenti o alle persone che chiedono l'ammissione alla negoziazione nei mercati regolamentati l'obbligo di richiedere il *rating* per i titoli soggetti all'obbligo di pubblicare un prospetto ai sensi della direttiva 2003/71/CE e del regolamento (CE) n. 809/2004 della Commissione.

informazioni al riguardo comunicate dalla stessa debbono includere tutti i motivi alla base di detta decisione[299].

Particolarmente innovativa è la previsione contenuta all'art. 10, comma 3, del Regolamento, secondo cui le agenzie di *rating* che emettono giudizi su strumenti finanziari strutturati devono garantire una differenziazione chiara fra le categorie di *rating*[300] che sono attribuite a strumenti finanziari strutturati[301] e quelle assegnate ai prodotti finanziari tradizionali, ricorrendo a un simbolo aggiuntivo che distingua le prime dalle seconde. La misura normativa indicata era stata fortemente sollecitata a seguito della crisi della finanza strutturata, in cui si era notato come le differenti caratteristiche dei prodotti strutturati – per loro natura con profili di rischio generalmente più elevati e meno stabili dei prodotti finanziari tradizionali – ne giustificassero una diversa valutazione alfanumerica tale da rendere avvertiti gli investitori delle peculiarità ad essi sottese.

Per quanto poi concerne i *rating* non sollecitati (cc.dd. *unsolicited rating*)[302], le società di *rating* sono adesso tenute a comunicare le proprie politiche e procedure al riguardo e, quando li emettono, devono dichiararlo espressamente nel *rating*, evidenziando tale informazione, unitamente al fatto che l'entità valutata[303] o terzi alla stessa collegati[304] abbiano partecipato o meno al processo di

---

[299] Si veda l'art. 10, comma 1, del Regolamento.

[300] Ai fini del Regolamento per "categoria di rating" si intende «*un simbolo, come ad esempio una lettera o un simbolo numerico che potrebbe essere integrato da caratteri identificativi, utilizzato nell'ambito di un rating per fornire una misura del rischio relativo, al fine di distinguere le diverse categorie di rischio dei tipi di entità, emittenti e strumenti finanziari o altre attività oggetto di rating*» (v. art. 3, lett. h, del Regolamento).

[301] Per "strumento finanziario strutturato" il Regolamento intende «*uno strumento finanziario o altre attività derivanti da un'operazione o dispositivo di cartolarizzazione di cui all'articolo 4, punto 36, della direttiva 2006/48/CE*» (v. art. 3, lett. l, del Regolamento).

[302] La disciplina dei *rating* non sollecitati è contenuta all'art. 10, commi 4 e 5, del Regolamento.

[303] Nell'ambito del Regolamento per "entità valutata" si intende «*una persona giuridica il cui merito di credito è esplicitamente o implicitamente valutato nel rating, indipendentemente dal fatto che abbia sollecitato o meno tale rating o abbia fornito o meno informazioni ai fini della sua emissione*» (v. art. 3, lett. f, del Regolamento).

[304] 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*

rating e se l'agenzia medesima abbia avuto accesso ai documenti contabili o ad altri documenti interni dell'entità valutata o di terzi ad essa collegati. I *rating* non sollecitati devono quindi essere chiaramente identificati come tali.

Con riguardo agli obblighi generali in materia di presentazione dei *rating*, le società di *rating* devono garantire che il loro giudizio contenga un'indicazione chiara e visibile sia del nome e della funzione dell'analista di *rating* principale che del nome e della posizione del responsabile principale dell'approvazione di quel *rating*.

Inoltre, sempre ai sensi del Regolamento[305], una società di *rating* del credito deve garantire il rispetto di alcuni *standard* minimi nella presentazione dei propri giudizi, tra cui: (i) l'indicazione di tutte le principali fonti rilevanti utilizzate per predisporre il *rating*, precisando se il *rating* è stato comunicato all'entità valutata o a terzi collegati e modificato a seguito della sua comunicazione prima della emissione; (ii) la chiara indicazione della principale metodologia utilizzata per determinare il *rating*[306]; (iii) la spiegazione del significato di ciascuna categoria di *rating*, la definizione di insolvenza (*default*) o di recupero (*recovery*) e qualsiasi segnalazione di rischio appropriata[307]; (iv) l'indicazione chiara e visibile della data alla quale il *rating* è stato distribuito per la prima volta ed aggiornato per l'ultima volta; e (v) l'indicazione se il *rating* riguarda strumenti finanziari di recente emissione e se l'agenzia di *rating* stia effettuando la valutazione dello strumento finanziario per la prima volta.

Per quanto poi concerne i rapporti fra società di *rating* ed entità valutata, il Regolamento dispone che la prima informi la seconda almeno con dodici ore di anticipo rispetto alla pubblicazione del

---

valutata, inclusa qualsiasi persona direttamente o indirettamente collegata a quest'ultima da un legame di controllo» (v. art. 3, lett. i, del Regolamento).

[305] Le prescrizioni riportate nel testo sono contenute nell'allegato I, sezione D, del Regolamento.

[306] Si noti che quando il *rating* del credito è basato su più di una metodologia, o quando il riferimento esclusivo alla metodologia principale potrebbe indurre gli investitori a trascurare altri aspetti importanti del *rating*, inclusi eventuali aggiustamenti e deviazioni significative, l'agenzia di *rating* deve spiegarlo nel *rating* e deve indicare come le diverse metodologie o gli altri aspetti vengono presi in considerazione nel *rating* medesimo.

[307] Deve essere altresì indicata un'analisi della sensitività delle ipotesi di *rating* fondamentali rilevanti, quali le ipotesi matematiche o in materia di correlazioni, accompagnata da *rating* in caso di scenario più sfavorevole e più favorevole.

rating e dei principali elementi su cui il *rating* è basato, in modo che l'entità valutata abbia la possibilità di richiamare l'attenzione dell'agenzia di *rating* su eventuali errori materiali[308].

In linea generale una società di *rating* deve indicare in modo chiaro e visibile, nel comunicare i propri *rating*, qualsiasi loro caratteristica specifica e limite, precisando in particolare se considera soddisfacente la qualità delle informazioni disponibili sull'entità valutata e in che misura ha verificato le informazioni fornitele dall'entità valutata o da terzi collegati. Se poi il *rating* riguarda un tipo di entità o di strumento finanziario per cui i dati storici sono limitati, l'agenzia di *rating* deve chiarire in modo visibile le conseguenze che ciò produce sul *rating*. Laddove la mancanza di dati affidabili o la complessità della struttura di un nuovo tipo di strumento finanziario o la qualità insoddisfacente delle informazioni disponibili suscitino seri dubbi circa la capacità dell'agenzia di *rating* di emettere un giudizio attendibile, l'agenzia si deve astenere dall'emettere il *rating* o ritirare il giudizio già emesso.

Obblighi informativi aggiuntivi sono previsti in relazione ai *rating* su strumenti finanziari strutturati. In tali casi, infatti, la società di *rating* deve fornire ogni informazione in merito ad analisi in materia di perdite e flussi di cassa da essa stessa condotte o ad altre analisi sulla cui base fonda il proprio giudizio, unitamente ad indicazioni in merito a eventuali aspettative di variazione del *rating* creditizio[309].

Segnatamente, quando una società di *rating* emette un giudizio su strumenti finanziari strutturati deve corredare l'usuale divulgazione delle metodologie, dei modelli e delle ipotesi fondamentali di *rating* con indicazioni che illustrino altresì le ipotesi, i parametri, i limiti e le incertezze riguardo ai modelli e alle metodologie di *rating* utilizzate, con simulazioni di scenari di *stress* operate dall'agenzia al momento di stabilire i *rating*.

---

[308] Così l'art. 3 dell'allegato I, sezione D, del Regolamento.

309 Nel caso degli strumenti strutturati, inoltre, la società di *rating* deve indicare quale tipo di valutazione ha realizzato riguardo alle procedure di *due diligence* svolte in ordine agli strumenti finanziari sottostanti o ad altre attività sottostanti gli strumenti finanziari strutturati. L'agenzia di *rating* indica se ha compiuto essa stessa una valutazione di tali procedure di *due diligence* o se si è affidata alla valutazione di terzi, indicando in che modo i risultati di tale valutazione hanno influito sul *rating*.

Last but not least, le agenzie di *rating* sono obbligate a informare regolarmente il pubblico degli investitori in merito a tutti i prodotti finanziari strutturati loro sottoposti per un'analisi iniziale o per un *rating* preliminare. Tale informativa va data indipendentemente dal fatto che gli emittenti stipulino con l'agenzia di *rating* un contratto per l'assegnazione del *rating* definitivo. Anche questa misura, al pari di molte altre del Regolamento, è volta ad impedire comportamenti opportunistici da parte delle entità valutate in collusione con le agenzie di *rating*, in quanto la prassi recente ha dimostrato come gli emittenti tendessero, nelle operazioni di finanza strutturata, ad uno sfrenato *rating shopping* poiché, vista la natura di operazioni *rating-driven* delle cartolarizzazioni, solo l'ottenimento di un livello *investment grade* rendeva conveniente il lancio dell'intera operazione. L'effetto di quanto sopra era la ricerca da parte degli emittenti (o delle banche d'affari creatrici dell'operazione) di un'agenzia disposta ad assegnare un *rating* elevato ai cc.dd. "titoli salsiccia", e a ciò si poteva pervenire anche a seguito di molteplici colloqui e procedure di valutazione preliminare anche ad opera di più agenzie fin quando non si otteneva il livello di giudizio agognato. Ecco, la norma di trasparenza da ultimo citata persegue l'obiettivo di impedire siffatti comportamenti imponendo, appunto, un obbligo di *disclosure* di tutte le attività di valutazione – anche meramente preliminari in quanto non seguite da un incarico definitivo – svolte dalle agenzie e aventi ad oggetto prodotti della finanza strutturata.

Oltre agli obblighi di trasparenza relativi ai *rating*, le agenzie sono sottoposte a tutta una disciplina informativa di carattere generale, oggetto di aggiornamento periodico[310]. In linea di principio le società di *rating* devono rendere noto al pubblico il fatto di essere registrate a norma del Regolamento e divulgare le seguenti informazioni: (a) i conflitti di interesse effettivi e potenziali in cui incorrono[311]; (b) l'elenco dei servizi ausiliari prestati; (c) la politica in materia di pubblicazione di *rating* ed altre comunicazioni collegate; (d) la natura generale delle proprie politiche retributive; (e) le metodologie e le

[310] Tale disciplina è dettata dall'art. 11 e dall'allegato I, sezione E, del Regolamento.

[311] I conflitti di interesse effettivi o potenziali sono quelli che potrebbero influenzare le analisi ed i giudizi degli analisti di *rating*, dei dipendenti e di qualsiasi altra persona fisica i cui servizi sono messi a disposizione o sono sotto il controllo dell'agenzia di *rating* e che partecipa direttamente all'emissione dei *rating* nonché delle persone che approvano i *rating* (v. Allegato I, sezione B, art. 1).

descrizioni dei modelli e delle ipotesi di *rating* fondamentali, quali le ipotesi matematiche o in materia di correlazioni, utilizzati nell'attività di *rating* nonché le modifiche sostanziali loro apportate; (f) qualsiasi modifica sostanziale apportata ai sistemi, alle risorse o alle procedure utilizzati; e (g) se del caso, il proprio codice di condotta.

A quanto sopra si aggiungono una serie di obblighi informativi di natura periodica. Ad esempio le agenzie di *rating* comunicano ogni sei mesi i dati sui tassi storici di inadempimento relativi alle proprie categorie di *rating*, distinguendo tra le zone geografiche principali degli emittenti, e la loro evoluzione nel tempo nonché, su base annuale, un elenco dei propri venti principali clienti in termini di fatturato unitamente ad un elenco dei clienti il cui contributo al tasso di crescita del fatturato dell'agenzia nell'esercizio precedente sia stato significativo[312].

Fra questi ultimi si segnala l'obbligo per le società di *rating* di pubblicare annualmente, entro tre mesi dalla data di chiusura dell'esercizio, un'apposita relazione di trasparenza contenente tutta una serie di informazioni utili per gli investitori[313].

---

312 E cioè il cui contributo al tasso di crescita nella generazione del fatturato dell'agenzia nell'esercizio finanziario precedente abbia superato il tasso di crescita del fatturato totale dell'agenzia in tale esercizio di un fattore superiore a 1,5 volte; ciascuno di tali clienti è incluso in questo elenco solo se in tale esercizio ha rappresentato oltre lo 0,25% del fatturato complessivo dell'agenzia a livello mondiale. Ai fini di quanto sopra per "cliente" si intende un'entità, le sue *subsidiaries* e le entità collegate in cui l'entità detiene partecipazioni superiori al 20%, nonché qualsiasi altra entità per la quale ha negoziato la strutturazione di un'emissione di debito per conto di un cliente quando è stata pagata una commissione, direttamente o indirettamente, all'agenzia per il *rating* di tale emissione di debito.

313 Così dispone l'art. 12 del Regolamento. Il contenuto della relazione di trasparenza si rinviene nell'allegato I, sezione E, parte III. In particolare un'agenzia di *rating* mette a disposizione annualmente una relazione di trasparenza contenente le seguenti informazioni: (1) informazioni dettagliate sulla propria struttura giuridica e i propri assetti proprietari; (2) una descrizione dei sistemi di controllo interno che assicurano la qualità delle attività di *rating*; (3) statistiche sull'allocazione del personale all'emissione di nuovi *rating*, alle revisioni dei *rating* esistenti, alla valutazione delle metodologie o dei modelli e all'alta dirigenza; (4) una descrizione della propria politica di conservazione della documentazione; (5) il risultato della propria revisione annuale interna in merito alla funzione indipendente di controllo della conformità; (6) una descrizione della propria politica di rotazione del *management* e degli analisti; (7) informazioni finanziarie sul fatturato dell'agenzia distinguendo tra entrate derivanti da attività di *rating* ed altre entrate, con un'ampia

Norme fondamentali sono state introdotte dal Regolamento in materia di metodologie valutative, modelli e ipotesi fondamentali di *rating*. L'art. 8 del Regolamento, infatti, contiene una serie di previsioni in argomento. Per quanto concerne l'informativa al pubblico, è previsto che le società di *rating* comunichino le metodologie, le descrizioni dei modelli e delle ipotesi di *rating* fondamentali utilizzati nella propria attività (quali le ipotesi matematiche o in materia di correlazioni) nonché le modifiche sostanziali loro apportate.

Sotto un profilo sostanziale, il Regolamento dispone che le agenzie di *rating* adottino e applichino effettivamente le misure necessarie a garantire che i *rating* emessi siano basati su un'analisi accurata di tutte le informazioni di cui dispongono e che siano rilevanti per l'analisi condotta in base alle proprie metodologie di *rating*. Esse adottano tutte le misure necessarie affinché le informazioni utilizzate ai fini dell'assegnazione di un *rating* siano di qualità sufficiente e provengano da fonti affidabili. Le metodologie di *rating* utilizzate devono essere rigorose, sistematiche, continuative e soggette a convalida sulla base dell'esperienza storica, inclusi i *test* retrospettivi. A ciò si aggiunga che quando un'agenzia di *rating* utilizza un *rating* esistente predisposto da un'altra agenzia in relazione ad attività sottostanti o strumenti finanziari strutturati, non le è consentito rifiutare di emettere il proprio *rating* (di un'entità o di uno strumento finanziario) in ragione del fatto che una parte dell'oggetto di valutazione (dell'entità o dello strumento finanziario) sia stata precedentemente valutata da un'altra agenzia di *rating*[314].

Fondamentale nell'ottica del legislatore è poi l'attività di monitoraggio e revisione dei *rating* già assegnati, attività che è stata accusata di gravi malfunzionamenti nelle recenti crisi finanziarie a causa dei consistenti ritardi con cui i *rating* delle società in stato di crisi sono stati adeguati. A norma dell'art. 8, comma 5, del Regolamento, una società di *rating* monitora i propri giudizi e li rivede costantemente, almeno a cadenza annuale, insieme alle

---

descrizione di entrambe; e (8) una dichiarazione sulla *governance* ai sensi dell'articolo 46 *bis*, paragrafo 1, della direttiva 78/660/CEE del Consiglio.

[314] Tuttavia, un'agenzia di *rating* registra tutti i casi in cui nel suo processo di *rating* di discosta dai *rating* esistenti, emessi da un'altra agenzia di *rating*, riguardo ad attività sottostanti o a strumenti finanziari strutturati, e motiva la propria diversa analisi.

metodologie utilizzate, nonché in particolare quando intervengano modifiche significative che potrebbero incidere sul *rating*. A tal fine le agenzie di *rating* adottano prescrizioni interne per sorvegliare l'impatto che le variazioni delle condizioni macroeconomiche o dei mercati finanziari potrebbero esercitare sui *rating* emessi[315].

Strumentale agli obiettivi sopra esposti è il divieto di svuotamento delle attività caratteristiche mediante il ricorso ad una politica di esternalizzazione (*outsourcing*) eccessiva. Infatti, come chiarisce l'art. 9 del Regolamento, l'esternalizzazione di funzioni operative importanti non deve essere effettuata in maniera tale da mettere materialmente a repentaglio la qualità del controllo interno dell'agenzia né la capacità delle autorità competenti di controllare l'ottemperanza da parte dell'agenzia di *rating* agli obblighi che le incombono in virtù del Regolamento.

Sebbene le previsioni normative dianzi esaminate rivelino la considerevole capacità innovativa che caratterizza il Regolamento, pietra angolare della novella comunitaria sui *rating* è costituita dalla disciplina suell'indipendenza delle agenzie e sulla prevenzione dei conflitti di interessi in cui strutturalmente esse versano.

A livello di principio[316] le società di *rating* sono obbligate ad adottare tutte le misure necessarie per garantire che l'emissione di un *rating* non sia influenzata da alcun conflitto di interesse, esistente o potenziale, o relazione d'affari riguardante l'agenzia che emette il *rating*, i suoi *manager*, i suoi analisti di *rating*, i suoi dipendenti, qualsiasi altra persona fisica i cui servizi sono messi a disposizione o sono sotto il controllo dell'agenzia di *rating* o qualsiasi persona

[315] Quando un'agenzia di *rating* cambia le metodologie, i modelli o le ipotesi fondamentali di *rating* utilizzati nelle attività di *rating*, essa: (a) comunica immediatamente, tramite gli stessi mezzi di comunicazione utilizzati per la distribuzione dei *rating* interessati, quali *rating* ne saranno probabilmente influenzati; (b) rivede i *rating* interessati quanto prima e comunque entro sei mesi dal cambiamento, e nel frattempo tiene tali *rating* sotto osservazione; e (c) rivaluta tutti i *rating* basati su tali metodologie, modelli o ipotesi fondamentali di *rating* se, dopo la revisione, l'effetto combinato complessivo dei cambiamenti influenza tali *rating*.

[316] Il principio generale riportato nel testo in materia di conflitti di interessi delle agenzie è posto dall'art. 6, comma 1, del Regolamento.

direttamente o indirettamente collegata ad essa da un legame di controllo[317].

Al fine di dare attuazione al principio generale appena indicato, il Regolamento pone una serie di obblighi strumentali, di natura organizzativa e strutturale, a cui le società di *rating* devono uniformarsi ove vogliano che i propri *rating* siano considerati conformi al Regolamento e quindi siano utilizzabili ai noti "fini regolamentari".

I requisiti che le società di *rating* devono osservare per garantire la propria indipendenza e una concreta prevenzione dei propri conflitti di interesse sono di due specie: organizzativi[318] e operativi[319].

Per quanto riguarda i primi (requisiti organizzativi), è previsto che le agenzie di *rating* che desiderino conformarsi al Regolamento si costituiscano secondo una forma giuridica che preveda un sistema di amministrazione e controllo che contempli «*un consiglio di amministrazione o un consiglio di sorveglianza*»[320].

---

[317] Ai fini del Regolamento la nozione di "controllo" deve intendersi come la relazione esistente tra un'impresa madre e un'impresa figlia quale definita all'articolo 1 della direttiva 83/349/CEE, ovvero uno stretto legame con una persona fisica o giuridica e un'impresa (v. art. 2, comma 1, lett. j).

[318] I requisiti organizzativi sono indicati alla sezione A dell'allegato I del Regolamento.

[319] I requisiti operativi sono indicati alla sezione B dell'allegato I del Regolamento.

[320] L'equiparazione, ai fini di una necessaria componente indipendente dell'organo societario, fra "consiglio di amministrazione" e "consiglio di sorveglianza", sebbene sia difficilmente comprensibile con le lenti del giurista italiano, è tuttavia coerente con l'impostazione dogmatica seguita dal legislatore comunitario in materia in cui si coglie la tendenza a distinguere i modelli di amministrazione e controllo delle società di capitali di maggiori dimensioni esclusivamente fra il modello monistico di stampo anglosassone e il modello dualistico di stampo germanico, rimanendo il modello tradizionale di origine italiana (e cioè quello basato su un organo amministrativo e su un collegio sindacale) riconducibile a mera variante nell'ambito della dicotomia anzidetta. Pertanto, ben si comprende il motivo per cui il Regolamento consideri sostanzialmente equivalente, affinché una società di *rating* disponga di requisiti organizzativi che ne garantiscano l'indipendenza, che l'organo munito dei presidi strutturali sia indifferentemente quello prettamente amministrativo (il consiglio di amministrazione) o quello ibrido in cui confluiscono funzioni gestorie, di indirizzo strategico e di controllo (il consiglio di sorveglianza). Emblema dell'impostazione comunitaria sull'argomentpo è la Raccomandazione della Commissione del 15 febbraio 2005 *sul ruolo degli amministratori senza incarichi esecutivi o dei membri del consiglio di sorveglianza delle società quotate e sui comitati del consiglio d'amministrazione o di sorveglianza,* in cui è considerato equivalente, ai fini del possesso dei requisiti di indipendenza in capo all'a società

Ove la società di *rating* dovesse essere una società di diritto italiano, è piuttosto evidente che dovrebbe costituirsi conformemente a un tipo societario in cui la gestione delle iniziative sociali possa essere affidata ad un organo amministrativo di stampo collegiale[321]. Infatti, la possibilità di dotarsi di un *supervisory board* (in luogo dell'organo amministrativo collegiale) avente le caratteristiche di indipendenza e i poteri di seguito descritti non è realmente concepibile per una società di diritto italiano considerato che, ai sensi della normativa italiana vigente, l'unico modello societario che consente l'istituzione di un "*consiglio di sorveglianza*" propriamente detto (e cioè, al di là della nomenclatura, nell'ottica che il termine assume nel linguaggio giuridico di provenienza comunitaria) è la s.p.a. con sistema di amministrazione e controllo di stampo dualistico e, in tale circostanza, a mente dell'art. 2409-*novies*, comma 2, c.c. l'organo amministrativo deve necessariamente essere pluripersonale (almeno due componenti)[322].

---

emittente, che indipendenti siano membri del consiglio di amministrazione piuttosto che del consiglio di sorveglianza. Pertanto, atteso che le società di rating soggette alle prescrizioni del Regolamento potranno avere Stati di origine differenti, persino extracomunitari, i requisiti previsti in capo ai mebri del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza si intenderanno necessariamente radicati in capo ai primi (consiglieri di amministrazione) ove la società di *rating* adotti un sistema di *governance* riconducibile al modello monistico (inteso in senso comunitario) e, se del caso, alternativamente in capo ai secondi (consiglieri di sorveglianza) nel diverso caso in cui ove la società di *rating* adotti un sistema di *governance* di stampo dualistico (anch'esso inteso in senso comunitario).

[321] E quindi sicuramente (nonché preferibilmente alla luce della complessità dell'attività di *rating* e dei vincoli che il Regolamento impone in termini di *governance*) la "società per azioni", in cui ove l'organo amministrativo sia composto da più di un membro regna un principio di collegialità nell'assunzione delle deliberazioni gestionali e organizzative. In termini astratti (sebbene sconsigliabili in virtù di quanto esposto in precedenza), anche la società a responsabilità limitata e la società cooperativa possono adottare sistemi di amministrazione fondati su di un consiglio di amministrazione che operi collegialmente.

[322] In argomento si vedano, *ex plurimis*, V.CARIELLO, *Il sistema dualistico, vincoli tipologici e autonomia statutaria*, Milano, Giuffré, 2009; P.MONTALENTI, *Il modello dualistico: alta amministrazione e funzioni di controllo tra autonomia privata e regole imperative*, in *Banca e borsa*, 2008, 689 ss.; G.B.PORTALE, *Il sistema dualistico: dall'allgemeines deutsches handelsgesetzbuch (1861) alla riforma italiana della società per azioni?*, in *Banca e borsa*, 2008, 673 ss.; U.TOMBARI, *Sistema dualistico e potere di "alta amministrazione" del Consiglio di Sorveglianza*, in *Banca e borsa*, 2008, 709 ss.; C.MARCHETTI, *Composizione e nomina degli organi sociali: ovvero, la missione dei consigli di gestione e di*

Inoltre, l'alta dirigenza[323] di ciascuna società di *rating* è chiamata a garantire che le attività di *rating* siano indipendenti, *inter alia*, da qualsivoglia influenza o vincolo politico o economico, che i conflitti di interesse siano adeguatamente identificati, gestiti e divulgati e che l'agenzia di *rating* osservi gli altri requisiti previsti dal Regolamento.

Come detto, i requisiti organizzativi che un'agenzia di *rating* deve possedere ai sensi del Regolamento sono volti ad assicurare che gli interessi economici dell'agenzia non mettano a repentaglio l'indipendenza e l'accuratezza nello svolgimento dell'attività di *rating*.

A tal fine l'alta dirigenza di una società di *rating* deve godere di buona reputazione e disporre di sufficiente capacità ed esperienza nonché garantire la gestione sana e prudente dell'agenzia di *rating*.

Tali principi generali sono piuttosto noti nella legislazione finanziaria ove – generalmente con maggiore precisione – si è soliti imporre agli intermediari finanziari autorizzati e vigilati l'obbligo di dotarsi di esponenti aziendali con determinati requisiti di onorabilità, professionalità e indipendenza (questi ultimi specificati in determinati atti normativi o regolamentari). Nell'ambito del *rating* il legislatore primario si è al momento accontentato di fissare a livello di principio la necessità che gli esponenti aziendali dispongano di uno *standard* di onorabilità e professionalità adeguata, senza però entrare nello specifico dei requisiti tecnici richiesti. È probabile che in sede di eventuali contenziosi un'agenzia di *rating* possa ragionevolmente sostenere di essersi uniformata ai principi richiamati ove dimostri che i propri esponenti aziendali siano muniti di requisiti similari, *mutatis mutandis*, a quelli previsti per altri intermediari finanziari dalla legislazione vigente. Molto indagato e approfondito è poi, nell'ottica dell'interprete italiano, il concetto di "sana e prudente gestione" che, sviluppatosi in particolare nell'ordinamento bancario è oramai

---

sorveglianza, in *AGE*, 2007, 301 ss.; F.GHEZZI, *Consiglieri di sorveglianza "esecutivi" e componenti del Consiglio di gestione "non esecutivi": eterogenesi dei fini?*, in *AGE*, 2007, 321 ss.; A.GUACCERO, *Il triangolo: un consigliere delegato e due presidenti*, in *AGE*, 2007, 381 ss.

[323] Ai fini del Regolamento l'"alta dirigenza" ricomprende oltre ai membri del consiglio di amministrazione o di sorveglianza (indicazione formale) anche la persona o le persone che dirigono di fatto l'attività dell'agenzia (indicazione sostanziale). Si veda al riguardo l'art. 3, comma 1, lett. n.

divenuto uno dei capisaldi di molte regolamentazioni, primarie e secondarie, in materia finanziaria[324].

Anche qui in linea con altre esperienze normative limitrofe, è previsto che una componente dell'organo amministrativo (o del consiglio di sorveglianza) dell'agenzia, e cioè almeno un terzo dello stesso e comunque non meno di due membri, disponga di requisiti di indipendenza e non partecipi all'attività di *rating*[325].

Il tema degli amministratori indipendenti merita una particolare chiosa e - vista la centralità che gli è propria sia nel contesto dell'organizzazione strutturale delle agenzie di *rating* sia, in termini generali, quale baluardo a presidio degli interessi del mercato ad una corretta ed efficiente gestione del *business* degli operatori - sono opportune alcune precisazioni di massima.

L'esperienza degli ultimi anni rivela la conduzione di un ruolo di interlocuzione tutt'altro che formale in capo agli amministratori cc.dd. "indipendenti" sia nelle società di maggiori dimensioni che nelle società vigilate (e ora anche nelle società di *rating*). Nei consigli di amministrazione di tali società, il dibattito fra *management* (che propone le operazioni illustrandone contenuti, costi e benefici) e

---

[324] Da ultimo su tale concetto M.PORZIO, *La sana e prudente gestione*, in *Dir. banc*., 2008, 385 ss.

[325] Nel proprio parere in merito alla proposta di Regolamento, in *Gazzetta Ufficiale dell'Unione europea*, 17 novembre 2009, 118-123, il COMITATO ECONOMICO E SOCIALE EUROPEO aveva poposto un approccio regolamentare particolarmente stringente – non accolto dal legislatore comunitario in sede di definitiva stesura del Regolamento – a mente del quale «*si dovrebbe rendere obbligatoria la preventiva autorizzazione dell'autorità competente per tutte le nomine di membri senza incarichi esecutivi. Considerata la configurazione del regolamento proposto, tale approvazione è indispensabile*». In realtà l'orientamento del CESE è sin troppo restrittivo, e non trova eguali nella regolamentazione di altri soggetti operanti sul mercato finanziario la cui rilevanza pubblicistica a tutela del risparmio è sicuramente equivalente se non addirittura più marcata. Ad esempio, l'ordinamento normativo in ambito bancario non impone l'approvazione da parte delle autorità di vigilanza di settore della nomina degli amministratori senza incarichi esecutivi ma si limita ad attribuire la necessaria valutazione in ordine alla ricorrenza dei requisiti di onorabilità, professionalità ed indipendenza prescritti all'organo collegiale di cui tali amministratori sono entrati a far parte. Il consiglio di amministrazione decide in ordine alla sussistenza dei requisiti e alla inesistenza delle situazioni impeditive in capo agli amministratori; ove ne ricorrano i presupposti, dichiara la decadenza dall'ufficio dell'interessato. Solo in caso di inerzia da parte dell'organo societario provvede, nella pronunzia della eventuale decadenza per mancanza dei requisiti prescritti, l'autorità di vigilanza bancaria.

amministratori non esecutivi ha sovente ad oggetto la disamina degli aspetti tecnici e commerciali dell'operazione nell'ottica di valutarne la corrispondenza all'interesse sociale e di massimizzarne, ove possibile, l'efficienza. Fra gli amministratori non esecutivi, gli "indipendenti" sono quelli ad avere le caratteristiche più idonee allo svolgimento di compiti di monitoraggio dell'operato del *management*. Essi, tuttavia, possono qualificarsi realmente "indipendenti" solo ove possiedano autonomia di giudizio e di comportamento effettiva (e non solo formale) rispetto agli amministratori esecutivi e agli azionisti di riferimento[326].

La funzione degli amministratori indipendenti è quella di vigilare sul perseguimento dell'interesse sociale da parte degli amministratori esecutivi e di prevenire comportamenti opportunistici, o comunque influenzati da interessi extrasociali, da parte di questi ultimi. Essi devono inoltre indirizzare la propria attività di vigilanza e di garanzia della trasparenza dei processi decisionali «*anche e soprattutto sulle interferenze dell'azionista di controllo, con l'obiettivo di impedire a quest'ultimo di sfruttare la propria posizione di forza estraendo i c.d. benefici privati del controllo a detrimento della società e degli altri azionisti*»[327].

Nel contesto del diritto finanziario italiano, le s.p.a. quotate con modello di amministrazione e controllo tradizionale debbono nominare almeno un amministratore indipendente qualora il consiglio di amministrazione sia composto da non più di sette componenti e almeno due amministratori indipendenti in tutti gli altri casi (art. 147-*ter*, comma 4, del tuf)[328]. Rimane ferma la possibilità per gli statuti di

---

[326] Così P.FERRO-LUZZI, *Indipendente… da chi; da cosa?*, in *Riv. soc*., 2008, 204 ss.; D.REGOLI, *Gli amministratori indipendenti*, in *Il nuovo diritto delle società*, Liber amicorum G.F.Campobasso a cura di P.Abbadessa e G.B.Portale, Utet, Torino, 2006, 389.

[327] D.REGOLI, *Gli amministratori indipendenti*, in *Il nuovo diritto delle società*, Liber amicorum G.F.Campobasso a cura di P.Abbadessa e G.B.Portale, Utet, Torino, 2006, 397.

[328] L'imposizione di un tale obbligo alle sole s.p.a. quotate trova giustificazione in considerazione del fatto che è la grande impresa (e quindi la società quotata) ad esprimere con particolare intensità esigenze di tutela di interessi ulteriori rispetto a quelli del solo capitale di comando. Pertanto, l'adattamento di un modello societario pensato per la realizzazione di interessi esclusivamente interni (quali quelli del capitale di comando) a scopi di interesse generale ha suggerito l'emersione di figure in precedenza ignorate quali ad esempio quella degli amministratori indipendenti. M.FRANZONI, Sub *art. 2387 c.c.*, *Società per azioni*, nel *Commentario del Codice*

s.p.a. italiane di ampliare, ai sensi dell'art. 2387 del codice civile, il numero minimo di amministratori indipendenti imposto dalla legge e di prevedere che essi siano tratti – in caso di elezione degli amministratori mediante voto di lista – anche dalla lista presentata e votata dal socio di maggioranza[329].

Il numero minimo obbligatorio di amministratori indipendenti all'interno degli organi amministrativi delle società quotate italiane è di gran lunga inferiore rispetto alla media che si riscontra negli ordinamenti da cui tale figura è stata importata. Negli Stati Uniti, secondo stime che risalgono al 2005, il rapporto tra amministratori insiders e indipendenti è di 15/85 mentre nella *best practice* della Gran Bretagna gli indipendenti coprono la metà dei posti in consiglio[330].

Civile Scialoja-Branca, 2008, Zanichelli, Roma-Bologna, 286-7. G.FERRARINI-P.GIUDICI, *La legge sul risparmio, ovvero un pot-pourri della corporate governance*, in *Riv. soc*., 2006, 590 ss., osservano come il numero di amministratori indipendenti previsto originariamente dalla legge sul risparmio italiana, e cioè la 262 del 2005, (un consigliere per i consigli con più di sette membri) fosse insufficiente anche con riferimento agli *standard* internazionali.

[329] In tal senso ASSONIME, *Le nuove disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari*, Circolare del 12 aprile 2006, n. 12, 6; M.STELLA RICHTER JR., *Gli amministratori non esecutivi nell'esperienza italiana*, in *Banca impr. soc*., 2005, 166; N.RONDINONE, *I principi della l. n. 366/2001 in tema di composizione e competenze nell'organo amministrativo delle spa*, in *Società*, 2002, 417.

[330] Dati tratti da G.FERRARINI, *Ruolo degli amministratori indipendenti e Lead Independent Director*, in *www.nedcommunity.com*, 2 e 6; anche in AA.VV., *La corporate governance e il risparmio gestito*, Associazione del risparmio gestito (Assogestioni), Quaderno n. 27, Milano, 2006, 35 ss.; cfr. F.GHEZZI, Sub *art. 2409-sexiesdecies c.c.*, *Sistemi alternativi di amministrazione e controllo* a cura di F.Ghezzi, nel *Commentario alla riforma delle società* diretto da P.G.Marchetti-L.A.Bianchi-F.Ghezzi-M.Notari, 2005, 197, nt. 24. Sul tema si rinvia al lavoro di J.N.GORDON, *The Rise of Indipendent Directors in the United States, 1950-2005: Of Shareholder Value and Stock Market Prices*, Working paper No. 323, 59, *Stanford Law Review 1465* (2007), in *www.ssrn.com*; M.BELCREDI-L.CAPRIO, *Struttura del CdA ed efficienza della «corporate governance»*, in *AGE*, 2003, 61 ss.; si vedano inoltre le analisi di ASSONIME, *Analisi dello stato di attuazione del Codice di Autodisciplina delle società quotate*, 2007, 24 sul panorama italiano ove si legge quanto segue: «*il quadro è sostanzialmente positivo anche per gli amministratori indipendenti. Essi sono mediamente il 39% dei componenti del CdA. Gli indipendenti sono almeno un terzo dei componenti del Consiglio in 164 società (pari al 60% del totale) e almeno la metà degli amministratori in 71 società (pari al 26% del totale)*» e «*nel settore finanziario gli indipendenti sono mediamente 7,8, pari al*

Premessa la necessaria sussistenza dei requisiti di indipendenza normativamente individuati[331], sembra condivisibile l'assunto per cui è realmente indipendente «*l'amministratore che ha un valore di reputazione proprio superiore al valore della carica*»[332], non disgiunto da una buona conoscenza, sia teorica che pratica, del mondo degli affari, anche se non per forza di cose del settore commerciale, industriale o finanziario in cui opera la società. L'indipendenza può dunque essere definita in termini di «*autonomia di giudizio, che attribuisce a chi la possiede la capacità di esprimere valutazioni critiche non condizionate da vincoli o legami di rilievo*»[333].

50% dei consiglieri (nel 2006 erano 9,3, pari al 60% del CdA), mentre altrove sono 3,5, pari al 37% dei consiglieri (dato stabile nel tempo)».

[331] A livello comunitario si veda la Raccomandazione della Commissione europea del 15 febbraio 2005 *sul ruolo degli amministratori senza incarichi esecutivi o dei membri del consiglio di sorveglianza delle società quotate e sui comitati del consiglio d'amministrazione o di sorveglianza.*

[332] Così P.FERRO-LUZZI, *Indipendente… da chi; da cosa?*, in *Riv. soc*., 2008, 207.

[333] R.RORDORF, *Gli amministratori indipendenti,* in *Giur. comm.*, 2007, I, 152. Sul punto è di interesse anche la definizione di amministratore indipendente offerta dal c.d. Rapporto Bouton, redatto in Francia, secondo cui «*un administrateur est indépendant lorsqu'il n'entretient aucune relation de quelque nature que ce soit avec la société, son groupe ou sa direction, qui puisse compromettre l'exercice desa liberté de jugement*» (Medef – Afep-Agref, *Pour un meilleur gouvernement des entreprises cotées*, 2002, 9).

Sulla scorta delle esperienze anglosassoni[334], si è ritenuto profittevole importare in numerosi ordinamenti societari e finanziari, ivi incluso quello italiano, un sistema di valutazione e controllo di gestione situato all'interno dell'organo amministrativo, al fine di privilegiare una maggiore vicinanza fra controllori e controllati e per

[334] Negli Stati Uniti gli amministratori indipendenti ricoprono la maggioranza dei posti nel consiglio di amministrazione e sono titolari di compiti di vigilanza molto estesi sull'operato degli amministratori esecutivi. Agli indipendenti è attribuita una funzione di controllo e verifica sulla correttezza della gestione e del processo decisionale degli amministratori esecutivi, sia sotto il profilo della legalità sia sotto il profilo del merito. Dalle molteplici regolamentazioni statunitensi e dalla relativa applicazione giurisprudenziale emerge che, nella realizzazione di operazioni con parti correlate , agli amministratori indipendenti è attribuito un ruolo di primo piano in quanto qualora un'operazione in conflitto di interessi sia stata autorizzata dalla maggioranza degli amministratori indipendenti (ovvero da un comitato interno di soli indipendenti) spetterà all'attore che agisce per far valere la responsabilità dell'organo amministrativo dimostrare la non correttezza dell'operazione. È doveroso tuttavia osservare che nell'ordinamento societario e finanziario statunitense, a differenza di quello italiano, non esiste un organo di controllo endosocietario assimilabile al nostro collegio sindacale e i problemi di *agency* più diffusi attengono alla separazione fra proprietà e controllo, con conseguente strapotere degli amministratori esecutivi, arbitri indiscussi della gestione sociale .
Parzialmente diverse sono le funzioni degli amministratori indipendenti ove il mercato esprima strutture azionarie a proprietà concentrata, in cui le società quotate abbiano tendenzialmente uno o più soci di controllo o di riferimento. In questo contesto agli amministratori indipendenti sono sottratti compiti di *hiring and firing* degli esecutivi, che rimangono all'evidenza in capo al socio di controllo, e la loro funzione di valutazione avrà più che altro ad oggetto il rapporto fra socio di maggioranza (direttamente o per il tramite degli amministratori dallo stesso nominati) ed emittente controllato . Dunque, l'indipendenza si misura in un caso nei confronti degli amministratori esecutivi (Stati Uniti) e nell'altro, tendenzialmente, nei confronti degli azionisti di controllo (Italia), con implicazioni e normative assai diverse. Sull'argomento si vedano R.LENER, *Gli amministratori indipendenti*, in *Profili e problemi dell'amministrazione nella riforma della società* a cura di G.Scognamiglio, Giuffré, Milano, 2003, 117 ss.; L.ENRIQUES, *Il conflitto d'interessi nella gestione delle società per azioni: spunti teorici e profili comparatistici in vista della riforma del diritto societario*, in *Riv. soc*., 2000, 537 ss.; C.MARCHETTI, *Il conflitto di interessi degli amministratori di società per azioni: i modelli di definizione di un problema in un'analisi economica comparata*, in *Giur. comm*., I, 2004, 1246 ss.; M.A.EISENBERG, *Obblighi e responsabilità degli amministratori e dei funzionari delle società nel diritto americano, Giur. comm.*, 1992, I, 617 ss.; A.PISANI MASSAMORMILE, *Appunti sugli amministratori indipendenti*, in *Competitività dei mercati finanziari e interessi protetti*, Atti del convegno del 18 maggio 2007 a Napoli a cura di C.Amatucci e V.Buonocore, Milano, *Quaderni di Giur. comm*., 2008, 124.

favorire una migliore interazione fra gli stessi in modo da rendere più efficiente la vigilanza[335].

In sintesi, il compito degli amministratori indipendenti non è quello di scoprire o prevenire abusi, né tantomeno di assumere competenze gestorie delegate trasformandosi in talune materie in amministratori esecutivi, bensì quello di «*partecipare alle discussioni e deliberazioni del consiglio senza condizionamenti di sorta, e nell'esclusivo interesse della società e del complesso dei suoi azionisti*»[336].

Ad essi è chiesto di assicurare l'assenza di interferenze di interessi che possano inquinare scelte che dovrebbero corrispondere esclusivamente all'interesse sociale e ciò in linea con «*un sistema di governo volto a privilegiare la trasparenza e la motivazione delle deliberazioni del consiglio, in cui la componente indipendente sia capace di rappresentare una sorta di barriera naturale al compimento di illeciti da parte degli amministratori*»[337].

Fermo restando quanto precede a livello di principio, nello specifico settore del *rating* il Regolamento prevede che ai membri indipendenti del consiglio di amministrazione (o del consiglio di sorveglianza) spettino determinati compiti (rimanendo in ogni caso

---

[335] Questa scelta, in un sistema societario come quello italiano, presenta taluni profili di sovrapposizione con i compiti di controllo propri del collegio sindacale che, specialmente nelle società quotate in cui ad esso è strutturalmente sottratto il controllo contabile, rimane titolare di funzioni di supervisione per certi versi similari a quelle svolte dagli amministratori indipendenti o dal comitato per il controllo interno. Sul punto G.OLIVIERI, *Il sistema dei controlli "interni" nelle società quotate*, in *La società quotata dalla riforma del diritto societario alla legge sul risparmio*, a cura di U.Tombari, Utet, Torino, 2008, 40 ss., analizza le linee di demarcazione funzionali tra i controlli interni affidati agli amministratori indipendenti e quelli che spettano ai membri del collegio sindacale; cfr. G.D.MOSCO, *Rafforzamento dei controlli interni e indebolimenti sistematici degli organi di sorveglianza*, in *AGE*, 33 ss.

[336] F.BONELLI, *Gli amministratori di spa - Dopo la riforma delle società*, Giuffré, Milano, 2004, 114.

[337] D.REGOLI, *Gli amministratori indipendenti*, in *Il nuovo diritto delle società*, Liber amicorum G.F.Campobasso a cura di P.Abbadessa e G.B.Portale, Utet, Torino, 2006, 399. Un'analisi del fatto che ad una più stringente *corporate governante*, offerta in particolare da un maggior livello di indipendenza del consiglio di amministrazione, si associ una minore probabilità di operazioni con parti correlate o comunque un maggior livello di trasparenza di tali operazioni, è offerta da M.KOHLBECK – B.MAYHEW, *Related Party Transactions*, Madison, 2004, 23 e 37, in www.ssrn.com.

ferma la responsabilità del consiglio), e in particolare quello di controllare: (i) lo sviluppo della politica di *rating* del credito e delle metodologie utilizzate dall'agenzia di *rating* nell'ambito della propria attività, (ii) l'efficacia del sistema di controllo interno della qualità dell'agenzia in relazione all'attività di *rating*, (iii) l'efficacia delle misure e procedure istituite per garantire che eventuali conflitti di interesse siano identificati, eliminati o adeguatamente gestiti e resi pubblici, e (iv) le procedure di *governance* e di messa in conformità con la normativa. I pareri emessi dai membri indipendenti dell'organo amministrativo o di sorveglianza sono presentati periodicamente al consiglio e messi a disposizione dell'autorità competente su richiesta.

Allo scopo di garantire un'autonomia di giudizio effettiva dei membri indipendenti del consiglio di amministrazione o di sorveglianza delle agenzie di *rating*, il Regolamento prescrive che la loro remunerazione non sia collegata ai risultati economici della società di *rating* e sia strutturata in modo tale da garantire l'indipendenza del loro giudizio[338].

Disposizioni particolarmente innovative e rigorose sono state introdotte in merito alla durata e alla revoca dell'incarico di dei consiglieri indipendenti[339]. Sotto un profilo è stata introdotta una norma imperativa a mente della quale l'incarico di amministrazione dei componenti indipendenti del consiglio di amministrazione delle agenzie di *rating* deve avere una durata prefissata comunque non superiore ai cinque anni, e non può essere rinnovato. Sotto altro profilo, è previsto che la revoca dell'incarico dei membri indipendenti del consiglio di amministrazione o di sorveglianza possa avvenire esclusivamente in caso di condotta scorretta o scarso rendimento professionale. Tali nuovi principi sono volti ad impedire che gli amministratori indipendenti consolidino nel tempo la propria posizione di potere all'interno dell'organo gestionale dell'agenzia e quindi, indirettamente, evitano che il loro comportamento sia strumentale all'ottenimento di riconferme da parte dei soci di comando (non potendo comunque essere rinnovati nel proprio incarico alla scadenza dello stesso). La significativa limitazione dei motivi in cui è legittima la revoca sembra avvicinare tali membri del consiglio

[338] Così la Sezione A, comma 2, quarto periodo, prima parte, dell'Allegato I del Regolamento.

[339] In tal senso la Sezione A, comma 2, quarto periodo, seconda parte, dell'Allegato I del Regolamento.

di amministrazione o di sorveglianza più alla figura dei sindaci di diritto italiano che a quella degli amministratori veri e propri e, come appunto accade per i membri dell'organo di controllo, siffatta impostazione è volta a tutelare chi ne beneficia (i membri indipendenti) da illecite influenze esterne che potrebbero concretizzarsi in minaccie di revoca dall'incarico (ove la revoca fosse comunque legittima *ad nutum* come avviene ai sensi del diritto italiano per qualsiasi amministratore di società di capitali).

Per quanto poi concerne i requisiti di professionalità dei consiglieri dell'agenzia, è previsto che la maggioranza dei membri del consiglio di amministrazione o di sorveglianza, compresi i suoi membri indipendenti, possieda conoscenze sufficienti in materia di servizi finanziari. Nella misura in cui l'agenzia di *rating* emetta giudizi su strumenti finanziari strutturati, almeno un membro indipendente e un altro membro del consiglio debbono possedere conoscenze approfondite ed esperienze ad alto livello con riguardo ai mercati degli strumenti finanziari strutturati.

Inoltre, le agenzie di *rating* devono stabilire politiche e procedure interne atte a garantire la conformità agli obblighi che le incombono in virtù del Regolamento e, nello specifico, devono disporre di procedure amministrative e contabili solide, di meccanismi di controllo interno, di procedimenti efficaci per la valutazione del rischio e di meccanismi efficienti di controllo e protezione dei propri sistemi di elaborazione elettronica dei dati[340].

[340] Devono essere predisposti meccanismi di controllo interno volti a garantire il rispetto delle decisioni e delle procedure a tutti i livelli aziendali. Un'agenzia di *rating* deve applicare e mantenere procedure decisionali e strutture organizzative che specifichino in forma chiara e documentata i rapporti gerarchici e la suddivisione delle funzioni e delle responsabilità. Come previsto alla sezione A, comma 5 e 6, dell'allegato I del Regolamento, un'agenzia di *rating* istituisce e mantiene un dipartimento avente funzione di controllo della conformità (*compliance function*) che operi in modo permanente, efficace e indipendente. La funzione di controllo della conformità deve monitorare e riferire in merito all'adempimento, da parte dell'agenzia di *rating* e dei suoi impiegati, degli obblighi che incombono all'agenzia medesima in applicazione del Regolamento. La funzione di controllo ha le seguenti competenze: (a) controllare e valutare regolarmente l'adeguatezza e l'efficacia delle misure e delle procedure messe in atto per garantire il rispetto del Regolamento e delle misure adottate per rimediare a eventuali carenze nell'adempimento degli obblighi regolamentari da parte dell'agenzia di *rating*; (b) fornire consulenza e assistenza a *manager*, analisti di *rating*, dipendenti nonché qualsiasi altra persona fisica i cui servizi sono messi a disposizione o sono sotto il controllo dell'agenzia di

In conformità al Regolamento le società di *rating* adottano disposizioni organizzative e amministrative opportune ed efficaci per prevenire, identificare, eliminare o gestire e rendere pubblici i conflitti di interesse e conservano la documentazione di tutti i fattori che minacciano significativamente l'indipendenza dell'attività di *rating* nonché tutte le misure di salvaguardia applicate per attenuare tali fattori[341].

---

rating o qualsiasi persona direttamente o indirettamente collegata ad essa da un legame di controllo responsabile di svolgere l'attività di *rating* ai fini dell'adempimento degli obblighi che incombono all'agenzia di *rating* in applicazione del Regolamento. Per consentire alla funzione di controllo della conformità di svolgere i propri compiti con correttezza e indipendenza, l'agenzia di rating assicura che siano soddisfatte le seguenti condizioni: (i) la funzione di controllo della conformità deve disporre dell'autorità, delle risorse e delle competenze necessarie e avere adeguato accesso alle informazioni pertinenti; (ii) deve essere nominato un responsabile per la funzione di controllo della conformità, al quale spetta presentare le relazioni in materia di conformità; (iii) i *manager*, gli analisti di *rating*, i dipendenti nonché qualsiasi altra persona fisica i cui servizi sono messi a disposizione o sono sotto il controllo dell'agenzia di *rating* o qualsiasi persona direttamente o indirettamente collegata ad essa da un legame di controllo che partecipa alla funzione di controllo della conformità, non devono partecipare alla prestazione delle attività di *rating* che sono chiamati a controllare; (iv) la retribuzione del responsabile per la funzione di controllo della conformità non è collegata ai risultati economici dell'agenzia di *rating* ed è strutturata in modo tale da garantire l'indipendenza del suo giudizio. Il responsabile per la funzione di controllo della conformità deve garantire che eventuali conflitti d'interesse delle persone i cui servizi sono messi a disposizione della funzione di controllo della conformità siano opportunamente individuati ed eliminati e deve riferire regolarmente all'alta dirigenza e ai membri indipendenti dei consigli di amministrazione o di sorveglianza in merito allo svolgimento dei suoi compiti.

[341] Oltre a quanto sopra esposto, sempre in tema di requisiti organizzativi il Regolamento prevede che un'agenzia di *rating* (a) impieghi sistemi, risorse e procedure appropriati per garantire la continuità e la regolarità nell'esecuzione della propria attività di *rating;* (b) stabilisca una funzione di revisione responsabile di rivedere periodicamente le metodologie, i modelli, e le ipotesi fondamentali del *rating*, quali gli assunti matematici o in materia di correlazioni, nonché ogni loro significativo cambiamento o modifica e l'appropriatezza di tali metodologie, modelli e ipotesi fondamentali del *rating* in caso di loro utilizzo effettivo o proposto per la valutazione dei nuovi strumenti finanziari e (c) controlli e valuti l'adeguatezza e l'efficacia dei sistemi, dei meccanismi di controllo interno e delle altre procedure da essa stabiliti in applicazione del Regolamento adottando le misure opportune per rimediare a eventuali carenze.

A quanto sopra indicato devono aggiungersi alcuni "requisiti operativi" particolarmente pregnanti cui le società di *rating* debbono conformarsi ai sensi del Regolamento[342].

In primo luogo, come già anticipato, le società di *rating* devono identificare, eliminare (o a seconda del caso semplicemente gestire) e divulgare in modo chiaro e visibile qualsiasi conflitto di interesse effettivo o potenziale che potrebbe influenzare le analisi ed i giudizi dei propri analisti di *rating*, dei propri dipendenti e di qualsiasi altra persona fisica i cui servizi sono messi a disposizione o sono sotto il controllo dell'agenzia e che partecipa direttamente all'emissione dei *rating* nonché delle persone che tali *rating* approvano (nel prosieguo le "persone rilevanti").

In secondo luogo, un'agenzia di *rating* è tenuta a divulgare i nomi delle entità valutate o di terzi collegati dai quali proviene oltre il 5% del suo fatturato annuale.

Inoltre, l'operatività delle società di *rating* è significativamente ristretta nei seguenti casi: non devono essere emessi *rating*, o in caso di *rating* già esistenti deve essere comunicato immediatamente che il *rating* è potenzialmente compromesso, quando: (a) l'agenzia o le "persone rilevanti" possiedono direttamente o indirettamente strumenti finanziari dell'entità valutata o di terzi collegati o hanno qualsiasi altro diritto di proprietà diretto o indiretto nell'entità valutata o in terzi collegati, salvo che si tratti di partecipazioni in regimi di investimento collettivo diversificati o fondi gestiti, compresi fondi pensione e assicurazione sulla vita; (b) il *rating* emesso riguarda un'entità valutata o terzi collegati che sono direttamente o indirettamente legati all'agenzia di *rating* da un rapporto di controllo; (c) le "persone rilevanti" sono membri dei consigli di amministrazione o di sorveglianza dell'entità valutata o di terzi collegati; o (d) un analista che ha partecipato alla determinazione di un *rating* o una persona che ha approvato un *rating* ha intrattenuto/intrattiene con l'entità valutata o con terzi ad essa collegati una relazione che potrebbe causare un conflitto di interessi.

Ancora, come da più parti auspicato, il Regolamento vieta alle società di *rating* di fornire servizi di consulenza all'entità valutata o a terzi collegati per quanto riguarda la loro struttura societaria o

[342] Un'elencazione dei requisiti operativi è contenuta alla sezione B dell'allegato I del Regolamento.

giuridica, il loro attivo e il loro passivo o le loro attività. Un'agenzia di *rating*, tuttavia, può fornire servizi diversi dall'emissione di *rating*, di natura ausiliaria alla propria attività caratteristica (i cc.dd. "servizi ausiliari"). Tali servizi ausiliari non costituiscono attività di *rating* del credito in senso stretto e ricomprendono le previsioni di mercato, le valutazioni delle tendenze economiche, l'analisi dei prezzi e altre analisi generali dei dati nonché i servizi di distribuzione connessi. Le agenzie di *rating* devono comunque garantire che la prestazione di servizi ausiliari non determini un conflitto di interessi con l'attività di *rating*[343].

Infine, significativi obblighi sono previsti con riferimento all'attività e alle caratteristiche degli analisti di *rating*, dei dipendenti e delle altre persone che partecipano all'emissione dei *rating*[344]. In particolare le società di *rating* sono tenute a garantire che i propri analisti e dipendenti nonché qualsiasi altra persona fisica i cui servizi sono messi a disposizione o sono sotto il controllo dell'agenzia e che partecipano direttamente alle attività di *rating* dispongano di conoscenze ed esperienze adeguate ai compiti svolti e non siano autorizzati ad avviare o partecipare a negoziati inerenti alle provvigioni o ai pagamenti con qualsiasi entità valutata, terzo collegato o altra persona direttamente o indirettamente collegata all'entità valutata da un legame di controllo. Le agenzie di *rating* devono poi stabilire sia un meccanismo di rotazione graduale e appropriato per gli analisti e le persone che approvano i *rating*[345], sia

[343] Nella propria relazione conclusiva l'agenzia di *rating* deve elencare i servizi ausiliari forniti all'entità valutata o a terzi collegati. Inoltre un'agenzia di *rating* deve garantire che i propri analisti o le persone che approvano i *rating* non presentino proposte o raccomandazioni, formalmente o informalmente, in ordine alla concezione di strumenti finanziari strutturati in merito ai quali ci si attende che l'agenzia sia chiamata ad emettere un *rating* e deve organizzare le relazioni gerarchiche e i canali di comunicazione in modo da garantire l'indipendenza delle persone rilevanti rispetto alle altre attività da essa svolte a titolo commerciale.

[344] Le disposizioni di principio in materia sono contenute all'art. 7 del Regolamento.

[345] Ai fini di una rotazione efficiente, le agenzie di *rating* garantiscono che: (a) gli analisti di *rating* principali partecipino alle attività di *rating* connesse alla stessa entità valutata o a terzi collegati per un periodo non superiore a quattro anni; (b) gli analisti di *rating* partecipino alle attività di *rating* connesse alla stessa entità valutata o a terzi collegati per un periodo non superiore a cinque anni; (c) le persone che approvano i *rating* partecipino alle attività di *rating* connesse alla stessa entità valutata o a terzi collegati per un periodo non superiore a sette anni.

retribuzioni e valutazioni del rendimento dei medesimi che non siano dipendenti dall'entità del fatturato che l'agenzia genera dalle entità valutate o da terzi collegati[346].

Il periodo dopo il quale le persone di cui alle lettere da a) a c) possono partecipare alle attività di *rating* connesse all'entità valutata o a terzi collegati non può essere inferiore a due anni.

[346] La sezione C dell'Allegato I al Regolamento contiene una serie di disposizioni specifiche in materia di analisti di *rating* e di altre persone che partecipano direttamente alle attività di *rating.* In particolare è ivi previsto che gli analisti di *rating* e i dipendenti dell'agenzia di *rating* nonché qualsiasi altra persona fisica i cui servizi sono messi a disposizione o sono sotto il controllo dell'agenzia e che partecipano direttamente alle attività di *rating* nonché le persone a loro strettamente legate di cui all'articolo 1, paragrafo 2, della direttiva 2004/72/CE, si astengano da qualsiasi operazione di acquisto, vendita o altro tipo su qualsiasi strumento finanziario emesso, garantito o altrimenti sostenuto da un'entità valutata soggetta alla responsabilità analitica primaria di dette persone, salvo che si tratti di partecipazioni in regimi di investimento collettivo diversificati o fondi gestiti, compresi fondi pensione e assicurazione sulla vita. I soggetti anzidetti non partecipano alla determinazione del *rating* di una determinata entità valutata né influenzano tale *rating* in altro modo, se: (a) possiedono strumenti finanziari dell'entità valutata, salvo che si tratti di partecipazioni in regimi di investimento collettivo diversificato; (b) possiedono strumenti finanziari di qualsiasi entità collegata ad un'entità valutata la cui proprietà potrebbe causare un conflitto di interessi o potrebbe essere generalmente percepita come tale, salvo che si tratti di partecipazioni in regimi di investimento collettivo diversificato; (c) hanno occupato di recente un posto presso l'entità valutata o intrattenuto con essa un'altra relazione d'affari o di qualsiasi altro tipo che potrebbe causare un conflitto di interessi o potrebbe essere generalmente percepita come tale.

Inoltre le agenzie di *rating* garantiscono che i soggetti anzidetti: (i) adottino tutte le misure ragionevoli per proteggere i beni e la documentazione in possesso dell'agenzia da frode, furto o abuso tenendo conto della natura, delle dimensioni e della complessità della loro attività nonché della natura e della gamma delle loro attività di *rating*; (ii) non divulghino alcuna informazione in merito ai *rating* emessi o a possibili *rating* futuri dell'agenzia, salvo che all'entità valutata o a terzi collegati; (iii) non scambino informazioni riservate affidate all'agenzia con analisti di *rating* e dipendenti di qualsiasi persona legata ad essa direttamente o indirettamente da un legame di controllo nonché qualsiasi altra persona fisica i cui servizi sono messi a disposizione o sono sotto il controllo di qualsiasi persona legata ad essa direttamente o indirettamente da un legame di controllo e che partecipa direttamente alle attività di *rating*; (iv) non utilizzino o scambino informazioni riservate ai fini della negoziazione di strumenti finanziari o per qualsiasi altra finalità, salvo per l'esercizio delle attività di *rating* del credito.

A ciò si aggiunga che quando un analista di *rating* pone termine al proprio rapporto di lavoro con l'agenzia di *rating* e va a lavorare per un'entità valutata al cui *rating* ha partecipato, o per un'impresa finanziaria con la quale ha avuto rapporti nel

9. L'ordinamento comunitario (normativa di vigilanza).

Una disamina della regolamentazione del soggetto "società di *rating*" e della sua attività caratteristica non esaurisce la trattazione del nuovo impianto normativo comunitario in materia di *rating* in quanto altrettanto importanti sono le previsioni del Regolamento che si occupano della procedura di registrazione delle CRAs, delle modalità di "avallo" di *rating* emessi in Paesi terzi, dei poteri di vigilanza applicabili e dei rapporti fra le autorità competenti.

Affinché i propri *rating* possano essere utilizzati a "fini regolamentari" nell'ambito dell'Unione europea, le società di *rating* hanno l'obbligo di ottenere la registrazione a norma del Regolamento.

Il primo requisito essenziale per ottenere la registrazione è che l'agenzia richiedente sia una persona giuridica stabilita nella Comunità[347].

La procedura di registrazione è piuttosto articolata.

L'agenzia di *rating* interessata alla registrazione presenta apposita domanda presso il CESR[348].

---

quadro delle proprie funzioni presso l'agenzia, quest'ultima rivede il pertinente lavoro dell'analista nei due anni precedenti la sua partenza. I soggetti sopra indicati non possono assumere una posizione dirigenziale di rilievo presso l'entità valutata o terzi collegati prima che siano trascorsi sei mesi dall'emissione del *rating*.

[347] Ai sensi dell'art. 14 del Regolamento, la registrazione acquisisce efficacia per l'intero territorio della Comunità dopo che la decisione di concessione della registrazione emessa dall'autorità competente dello Stato membro di origine ha acquisito efficacia a norma della pertinente legislazione nazionale. Un'agenzia di *rating* registrata rispetta in modo continuativo le condizioni richieste per la registrazione iniziale. Le agenzie di *rating* notificano immediatamente al CESR, all'autorità competente dello Stato membro di origine e al facilitatore qualsiasi modifica rilevante in ordine alle condizioni richieste per la registrazione iniziale, compresa ogni apertura o chiusura di succursali nella Comunità. L'autorità competente dello Stato membro di origine registra un'agenzia di *rating* se dalla valutazione della domanda conclude che essa adempie alle condizioni per l'emissione di *rating* fissate nel Regolamento. Le autorità competenti non impongono obblighi aggiuntivi in materia di registrazione non previsti nel Regolamento.

[348] Come è precisato nell'Allegato II al Regolamento, le informazioni da fornire nella domanda di registrazione sono le seguenti: (1) la denominazione sociale completa dell'agenzia di *rating* e l'indirizzo della sede legale all'interno della Comunità; (2) il nominativo e i dati di una persona di contatto e del responsabile per

La domanda di registrazione può essere presentata anche da un gruppo di agenzie di *rating*[349]. In tale evenienza le società che compongono il gruppo incaricano una di esse di presentare la domanda al CESR per conto dell'intero gruppo[350].

Entro cinque giorni lavorativi dal ricevimento della domanda di registrazione, il CESR trasmette copia della domanda alle autorità competenti di tutti gli Stati membri ed entro dieci giorni lavorativi dal ricevimento della domanda, sempre il CESR fornisce la propria consulenza all'autorità competente dello Stato membro di origine in merito alla completezza della domanda presentata.

Entro venticinque giorni lavorativi dal ricevimento della domanda di registrazione, l'autorità competente dello Stato membro di origine e i membri del collegio valutano se essa sia completa, tenendo conto della consulenza fornita dal CESR[351] e, una volta accertata la

---

la funzione di controllo della conformità; (3) lo *status* giuridico; (4) la classe di *rating* per cui l'agenzia chiede di essere registrata; (5) l'assetto proprietario; (6) la struttura organizzativa e il governo societario; (7) le risorse finanziarie per svolgere attività di *rating*; (8) la dotazione di personale dell'agenzia di *rating* e sua competenza; (9) le informazioni riguardanti le succursali dell'agenzia di *rating*; (10) la descrizione delle procedure e delle metodologie utilizzate per emettere e rivedere i *rating*; (11) le politiche e procedure applicate per identificare, gestire e rendere pubblici eventuali conflitti di interessi; (12) le informazioni riguardanti gli analisti di *rating*; (13) le disposizioni in materia di retribuzione e di valutazione del rendimento; (14) i servizi ulteriori rispetto all'attività di *rating* che l'agenzia intende fornire; (15) il programma delle operazioni, comprendente l'indicazione del luogo in cui l'agenzia prevede di esercitare le sue attività principali, le succursali da stabilire e il tipo di attività prevista; (16) i documenti e le informazioni dettagliate relativi all'uso previsto dell'avallo; (17) i documenti e le informazioni dettagliate relativi agli accordi di esternalizzazione previsti, comprese informazioni su entità che esercitano funzioni di esternalizzazione.

[349] All'art. 3, comma 1, lett. m, del Regolamento è definito "gruppo di agenzie di rating del credito", un gruppo di imprese stabilite nella Comunità composto da un'impresa madre e dalle sue imprese figlie ai sensi degli articoli 1 e 2 della direttiva 83/349/CEE , nonché da imprese tra le quali esiste una relazione ai sensi dell'articolo 12, paragrafo 1, della direttiva 83/349/CEE, e la cui attività include l'emissione di *rating*. Ai fini dell'articolo 4, paragrafo 3, lettera a), un gruppo di agenzie di *rating* del credito comprende anche agenzie di *rating* stabilite in paesi terzi.

[350] L'agenzia di *rating* incaricata fornisce le informazioni di cui all'allegato II del Regolamento per ciascun membro del gruppo.

[351] In caso di domanda incompleta, l'autorità competente dello Stato membro di origine fissa una scadenza entro la quale l'agenzia di *rating* deve fornire le

completezza della domanda, ne informa l'agenzia richiedente, il CESR e i membri del collegio (la "notifica").

A questo punto della procedura, entro sessanta giorni lavorativi dalla notifica di cui sopra, l'autorità competente dello Stato membro di origine e le autorità competenti componenti il collegio[352] esaminano congiuntamente la domanda di registrazione e fanno quanto ragionevolmente in loro potere per accordarsi sulla concessione o sul rifiuto[353] della registrazione all'agenzia di *rating* in base

---

informazioni mancanti all'autorità medesima e al CESR, informando di ciò sia i membri del collegio che il CESR.

[352] Entro dieci giorni lavorativi dal ricevimento di una domanda di registrazione presentata, l'autorità competente dello Stato membro di origine o, in caso di un gruppo di agenzie di *rating*, dello Stato membro di origine dell'agenzia incaricata, istituisce un collegio di autorità competenti al fine di facilitare l'esercizio dei compiti. Un'autorità competente diversa dall'autorità competente dello Stato membro di origine può decidere in ogni momento di divenire membro del collegio a condizione che: (i) una succursale appartenente all'agenzia di *rating* o a una delle imprese che compongono il gruppo di agenzie di *rating* sia soggetta alla sua giurisdizione; o (ii) l'utilizzo a fini regolamentari dei *rating* emessi dall'agenzia o gruppo di agenzie sia alquanto diffuso o abbia o possa presumibilmente avere un'incidenza significativa entro la sua giurisdizione.

[353] In mancanza di accordo tra i membri del collegio, l'autorità competente dello Stato membro di origine predispone una bozza di decisione di rifiuto pienamente motivata e basata sui pareri scritti dei mebri del collegio che si oppongono alla registrazione e la sottopone al facilitatore (come definito alla nota che segue). I membri del collegio favorevoli alla concessione della registrazione predispongono e sottopongono al facilitatore una spiegazione dettagliata della natura e delle motivazioni alla base del loro parere. A questo punto il facilitatore trasmette al CESR una bozza di decisione di concessione o di rifiuto della registrazione, pienamente motivata. In tale evenienza, entro venti giorni lavorativi dal ricevimento della comunicazione del facilitatore, il CESR trasmette ai membri del collegio il proprio parere in merito all'osservanza, da parte dell'agenzia di *rating*, dei requisiti previsti per la registrazione. Dopo il ricevimento del parere del CESR, i membri del collegio riesaminano la bozza di decisione. L'autorità competente dello Stato membro di origine adotta una decisione pienamente motivata di concessione o di rifiuto della registrazione entro quindici giorni dal ricevimento del parere del CESR. Qualora l'autorità competente dello Stato membro di origine si discosti dal parere del CESR fornisce spiegazioni esaustive in merito. In assenza di parere del CESR, l'autorità competente dello Stato membro di origine adotta la propria decisione entro trenta giorni lavorativi dalla comunicazione al CESR della bozza di decisione di cui sopra.

all'osservanza, da parte di tale agenzia, delle condizioni stabilite nel Regolamento[354].

L'autorità competente dello Stato membro di origine notifica all'agenzia di *rating* interessata la concessione o il rifiuto[355] della registrazione entro cinque giorni lavorativi dall'adozione della decisione in merito. In caso di rifiuto della registrazione, l'autorità competente dello Stato membro di origine comunica le ragioni della propria decisione all'agenzia di *rating* interessata[356].

Un elenco delle agenzie di *rating* registrate conformemente al Regolamento è pubblicato nella Gazzetta ufficiale dell'Unione europea e sul sito *internet* della Commissione ed è oggetto di aggiornamento periodico.

Per quanto attiene all'eventuale revoca della registrazione, essa viene disposta dall'autorità competente dello Stato membro di origine nel caso l'agenzia di *rating* registrata: (a) rinunci espressamente alla registrazione o non abbia emesso alcun *rating* nei sei mesi precedenti; (b) abbia ottenuto la registrazione presentando false dichiarazioni o con qualsiasi altro mezzo irregolare; (c) non soddisfi più le condizioni cui è subordinata la registrazione; o (d) abbia violato gravemente o ripetutamente le disposizioni del Regolamento relative alle condizioni operative delle agenzie di *rating*[357].

Un principio fondamentale in materia di *rating*, volto a garantire l'indipendenza tecnica di giudizio da parte delle agenzie di *rating*, è

---

[354] Entro quindici giorni lavorativi dall'istituzione del collegio, i membri che lo compongono designano un facilitatore. Il facilitatore presiede le riunioni del collegio, ne coordina le azioni e garantisce lo scambio efficace di informazioni tra i suoi membri. Il facilitatore può prorogare il periodo d'esame della domanda di registrazione di trenta giorni lavorativi, in particolare se l'agenzia di *rating*: (a) prevede di avallare i *rating*; (b) prevede di ricorrere all'esternalizzazione; o (c) chiede esenzioni dall'osservanza delle norme derogabili.

[355] Come è correttamente osservato nel *Contributo del Servizio Giuridico* del Consiglio dell'Unione europea, datato 24 aprile 2009, consultabile in www.parlamento.it, le agenzie di *rating* che si siano viste opporre un rigiuto alla registrazione avranno il diritto di contestare la legittimità della decisione di rifiuto, quanto al merito e alla forma, avvalendosi dei mezzi di ricorso previsti dalla legislazione nazionale dello Stato mebro la cui autorità competente abbia emesso tale decisione.

[356] L'autorità competente dello Stato membro di origine notifica alla Commissione europea, al CESR e alle altre autorità competenti le decisioni prese.

[357] L'autorità competente di ciascuno Stato membro di origine adotta una decisione individuale di revoca sulla base dell'accordo raggiunto in seno al collegio.

quello contenuto all'art. 23 del Regolamento, a mente del quale «*né le autorità competenti, né alcun'altra autorità pubblica degli Stati membri interferiscono con il contenuto dei rating del credito o delle metodologie*».

Le autorità di vigilanza competenti in ciascuno Stato membro sono tuttavia dotate di ampi poteri di vigilanza, tra cui quello di accedere a qualsiasi documento, di richiedere informazioni, di eseguire ispezioni anche senza preavviso e di richiedere registrazioni telefoniche. Sotto un profilo oggettivo le autorità competenti dispongono di tutti i poteri di vigilanza e di indagine necessari per l'esercizio delle proprie funzioni ma, sotto un profilo soggettivo, possono esercitare tali poteri unicamente nei confronti delle agenzie di *rating*, delle persone che partecipano alle attività di *rating*, delle entità valutate e dei terzi collegati, dei terzi a cui le agenzie di *rating* del credito hanno esternalizzato determinate funzioni o attività e di altre persone diversamente collegate o connesse con le agenzie di *rating* o con l'attività di *rating*[358].

Per concludere l'esame sintetico del nuovo apparato normativo introdotto dal Regolamento, si rammenta come le agenzie di *rating* stabilite nella Comunità e registrate conformemente al Regolamento possano "*avallare*" un *rating* emesso in Paesi terzi ove siano rispettate una serie di condizioni, e cioè tra l'altro che (i) l'attività di *rating* finalizzata all'emissione del *rating* da avallare sia svolta parzialmente o interamente dall'agenzia che effettua l'avallo o da agenzie di *rating* appartenenti allo stesso gruppo, (ii) l'agenzia di *rating* avallante abbia verificato (potendolo dimostrare) che lo svolgimento dell'attività di *rating* da parte dell'agenzia di *rating* del Paese terzo finalizzata all'emissione del *rating* da avallare soddisfi requisiti non meno rigorosi di quelli di cui agli articoli da 6 a 12 del Regolamento; ed (iii)

[358] Qualora l'autorità competente dello Stato membro di origine abbia accertato che un'agenzia di *rating* registrata violi gli obblighi derivanti dal Regolamento, può adottare le seguenti misure: (a) revocare la registrazione; (b) emanare un divieto temporaneo di emissione di *rating*, efficace in tutta la Comunità; (c) emanare un provvedimento di sospensione dell'uso di *rating* a fini regolamentari, efficace in tutta la Comunità; (d) adottare misure appropriate per garantire che le agenzie di *rating* continuino a rispettare i loro obblighi giuridici; (e) emanare una comunicazione pubblica; (f) riferire fatti alle competenti autorità nazionali ai fini della promozione dell'azione penale.

esista una ragione oggettiva per cui il *rating* debba essere emesso in un Paese terzo[359].

Un *rating* "avallato" conformemente al Regolamento è considerato a tutti gli effetti al pari di un *rating* emesso direttamente da un'agenzia di *rating* registrata. A ciò si aggiunga che l'agenzia avallante si assume la piena responsabilità del *rating* avallato e dell'osservanza di tutte le prescrizioni richieste per l'ottenimento di un avallo legittimo.

Da ultimo, ma non per importanza, è opportuno ricordare che al ricorrere di determinate condizioni preindividuate i *rating* relativi a entità stabilite in paesi terzi o a strumenti finanziari emessi in paesi terzi da parte di un'agenzia di *rating* ivi stabilita, possono essere utilizzati nella Comunità a "fini regolamentari" anche senza essere avallati. Ciò accade essenzialmente quando vi sia *equivalenza*[360] fra il quadro giuridico e di vigilanza del Paese terzi interessato e quello stabilito dal Regolamento[361].

---

[359] Oltre al rispetto delle condizioni *sub* (i), (ii) e (iii) indicate nel testo, ai fini del riconoscimento della legittimità dell'"avallo" è altresì necessario che (aa) l'autorità competente dello Stato membro di origine dell'agenzia di *rating* che effettua l'avallo o il collegio delle autorità competenti non siano soggetti a vincoli quanto alla capacità di verificare che l'agenzia di *rating* stabilita nel Paese terzo abbia i requisiti sopra indicati; (bb) l'agenzia di *rating* metta a disposizione della propria autorità competente, su richiesta, tutte le informazioni necessarie a consentire all'autorità competente di vigilare su base continuativa sul rispetto dei requisiti del Regolamento; (cc) l'agenzia di *rating* stabilita nel Paese terzo sia autorizzata o registrata e sia soggetta a vigilanza in tale Paese terzo; (dd) la normativa del Paese terzo impedisca alle autorità competenti e ad altre autorità pubbliche di tale Paese di interferire con il contenuto dei *rating* creditizi e con le metodologie impiegate e (ee) vi sia un adeguato accordo di cooperazione tra l'autorità competente dello Stato membro di origine dell'agenzia di *rating* che effettua l'avallo e la pertinente autorità competente dell'agenzia di *rating* stabilita in un Paese terzo.

[360] Il quadro giuridico e di vigilanza di un paese terzo può dirsi equivalente al Regolamento se soddisfa almeno le seguenti condizioni: (1) le agenzie di *rating* del paese terzo sono soggette ad autorizzazione o a registrazione, nonché a un'efficace vigilanza e a un'effettiva applicazione su base continuativa; (2) le agenzie di *rating* sono soggette a norme giuridicamente vincolanti che sono equivalenti a quelle stabilite agli articoli da 6 a 12 del Regolamento e al suo allegato I e (3) la normativa del paese terzo impedisce alle autorità competenti e ad altre autorità pubbliche di tale paese di interferire con il contenuto dei *rating* creditizi e con le metodologie impiegate.

[361] Nello specifico i *rating* del credito in ordine a entità stabilite in paesi terzi o a strumenti finanziari emessi in paesi terzi da un'agenzia di *rating* ivi stabilita, possono essere utilizzati nella Comunità senza essere avallati a condizione che: (a)

Volendo trarre delle prime considerazioni da quanto precede può osservarsi che, a seguito dell'entrata in vigore del Regolamento, l'ordinamento comunitario fornisce un quadro giuridico tendenzialmente completo, moderno e direttamente applicabile delle società di *rating* e dei loro giudizi che ambiscano ad ottenere la riconoscibilità a "fini regolamentari" all'interno della Comunità.

Il *corpus* normativo sopra delinato, e di cui si è tentata una prima ricostruzione a sistema, pare idoneo a tutelare il pubblico degli investitori[362] sia in via diretta che in via indiretta.

In via diretta in quanto i nuovi obblighi in capo alle società di *rating*, atteso il rigore e l'universalità applicativa che li contraddistingue, incrementano un legittimo affidamento sulla bontà e sulla correttezza dei *rating* e in generale dell'operato delle agenzie registrate.

In via indiretta in quanto, con l'entrata a regime delle nuove disposizioni normative, eventuali violazioni dei precetti primari introdotti dal legislatore comunitario dovrebbero ragionevolmente costituire indici di colpevolezza dell'agire delle agenzie, con conseguente agevolazione probatoria per gli investitori che agiscano

---

l'agenzia di *rating* sia autorizzata o registrata e sia soggetta a vigilanza nel paese terzo in questione; (b) la Commissione abbia riconosciuto l'equivalenza del quadro giuridico e di vigilanza delpaese terzo con i requisiti del Regolamento; (c) siano operativi gli accordi di cooperazione fra le autorità interessate; (d) il *rating* emesso dall'agenzia di *rating* e le sue attività di *rating* non rivestano un'importanza sistemica per la stabilità finanziaria o l'integrità dei mercati finanziari di uno o più Stati membri e (e) l'agenzia di *rating* sia "certificata". L'agenzia di *rating* di cui alla lettera (a) che precede può presentare domanda di "certificazione" al CESR, nel rispetto dell'apposita procedura dettata dal Regolamento (art. 5). Il facilitatore conclude accordi di cooperazione con le autorità competenti interessate di paesi terzi il cui quadro giuridico e di vigilanza è stato riconosciuto equivalente al Regolamento. Detti accordi precisano quanto meno il meccanismo per lo scambio di informazioni tra le autorità competenti interessate e le procedure riguardo di cooperazione per le attività di vigilanza.

[362] Come osservano F.AMTENBRINK–J.DE HAAN, *Regulating Credit Rating Agencies in the European Union: A Critical First Assessment of the European Commission Proposal*, Giugno 2009, in www.ssrn.com, 24 ss., in sede di primo commento delle recentissime norme regolamentari (*rectius*, della Proposta di Regolamento predisposta nel novembre 2008 dalla Commissione), alcune conseguenze della crisi della finanza strutturata a danno degli investitori non si sarebbero probabilmente prodotte ove fosse stato all'epoca vigente il Regolamento che, ponendo obblighi informativi così pregnanti, avrebbe probabilmente «*prevented investors form buying those instruments*».

in sede contenziosa nei confronti delle agenzie per presunta violazione del proprio legittimo affidamento[363]. Di converso le società medesime potranno fare a loro volta affidamento su un esito positivo del giudizio contenzioso ove dimostrino di aver agito in buona fede e con la dovuta diligenza nel caso in cui tutte le prescrizioni, formali e sostanziali, siano state nel concreto rispettate.

10. Frammenti di normativa italiana (in particolare il ruolo delle società di rating *nella Legge Draghi, dopo il recepimento della direttiva "market abuse" e l'emanazione della legge 262/05).*

In Italia non esiste un quadro normativo di sistema in materia di *rating*. Dal 1999 (anno della prima ingerenza normativa italiano nel settore) ad oggi si è assistito ad un intervento eteronomo frammentario e funzionale ad esigenze di specifici settori più che di sistema.

Ne è derivato che, nell'ordinamento italiano, sono disciplinati alcuni aspetti dell'attività di *rating* e taluni fini regolamentari connessi ai predetti giudizi, ma non è contenuta alcuna disciplina di principio per quanto concerne le società di *rating* in generale e la loro attività caratteristica.

A queste lacune ha recentemente sopperito l'emanazione della regolamentazione comunitaria dianzi commentata che, ovviamente, trova diretta applicazione anche nell'ordinamento italiano.

Pertanto, ad oggi il quadro normativo italiano in materia di *rating* si articola lungo le disposizioni di principio introdotte dal Regolamento comunitario, ferma rimanendo l'applicazione di quelle disposizioni normative speciali che erano state innestate nelle maglie del *corpus* normativo nazionale nel corso degli ultimi dieci anni. È piuttosto intuitivo che l'interpretazione delle disposizioni nazionali di settore dovrà adesso svilupparsi nel rispetto del quadro regolamentare generale introdotto a livello comunitario con l'emanazione del Regolamento.

---

[363] E.CERVONE, *Riflessioni per un'indagine sulle agenzie di rating*, in *Riv. trim. dir. dell'economia*, 2009, 291, è dell'avviso che, alla luce del recente Regolamento UE sulle agenzie di *rating*, «*regolando le agenzie in maniera così stringente, la Commissione europea dà l'impressione di certificare i* rating*. Tuttavia, gli investitori non dovrebbero utilizzare acriticamente i* rating*, ma intraprendere un'analisi adeguata dei rischi sottostanti, usando i* rating *come solo uno dei fattori da considerare nelle decisioni d'investimento*».

Come anticipato, nel corso degli ultimi anni in Italia gli sforzi di regolamentazione del settore del *rating* non hanno oltrepassato la soglia della normazione sparsa e settoriale.

Il primo intervento normativo in ordine di tempo (e ciò nonostante caratterizzato da estrema lungimiranza) può ascriversi alla disciplina delle operazioni di cartolarizzazione, introdotta in Italia con la legge n. 130 del 30 aprile 1999[364].

La legge da ultimo citata[365] fornisce regolamentazione alle operazioni di cartolarizzazione dei crediti in Italia e, attesa la pericolosità e opacità di tale pratica finanziaria, stabilisce tra le altre cose che, nel caso in cui i titoli oggetto delle operazioni di cartolarizzazione (cc.dd. "*asset backed securities*"[366]) siano offerti a investitori non professionali, l'operazione debba essere sottoposta alla valutazione di merito del credito da parte di operatori terzi, ossia le agenzie di *rating*.

L'obbligo di pubblicare un *rating* avente particolari caratteristiche in termini di professionalità e indipendenza del giudicante è limitato ai casi in cui destinatari dell'emissione dei titoli siano investitori non professionali, e ciò in virtù della minore esperienza valutativa di cui essi dispongono in una materia così complessa quale è la finanza strutturata[367].

---

[364] Come noto con il termine cartolarizzazione o "*securitization*" si intende una tecnica finanziaria complessa volta a realizzare un processo attraverso il quale attività a liquidità differita (crediti o altre attività finanziarie non negoziabili produttivi di flussi di cassa periodici) vengono convertiti in prodotti finanziari rappresentati da titoli negoziabili, collocabili sui mercati, attraverso la loro cessione ad un soggetto specializzato. Sulla cartolarizzazione dei crediti in Italia si veda, per tutti, P.FERRO-LUZZI, *La cartolarizzazione*, *commento alla l. n. 130/99*, a cura di P.Ferro-Luzzi e C.Pisanti, Giuffrè, Milano, 2005; R.PARDOLESI (a cura di), *La cartolarizzazione dei crediti in Italia*, *commentario alla l. 30 aprile 1999 n. 130*, Giuffrè, Milano, 1999.

[365] L'art. 2, comma 4, l. 130/1999 affronta la problematica del giudizio di *rating* disponendo che «*nel caso in cui i titoli oggetto delle operazioni di cartolarizzazione siano offerti ad investitori non professionali, l'operazione deve essere sottoposta alla valutazione del merito di credito da parte di operatori terzi*».

[366] Gli "*asset backed securities"* sono i titoli derivanti dalla cartolarizzazione (e cioè trasformazione in titoli negoziabili) di attività finanziarie non negoziabili. Vengono emessi da un intermediario finanziario per conto della società che ne garantisce il pagamento attraverso l'incasso dei crediti originari.

[367] L'assegnazione del giudizio di *rating* da parte di soggetti terzi e imparziali non è invece richiesta nel caso di collocamento di tali titoli presso investitori istituzionali. Il diverso trattamento delle due ipotesi trova la propria *ratio* nella competenza

Già nel 1999 il legislatore italiano si è mostrato estremamente lungimirante, se non addirittura profetico, avendo compreso con quasi dieci anni di anticipo rispetto alle note crisi economiche recenti che la finanza strutturata poteva costituire terreno fertile per il propagarsi di comportamenti pregiudizievoli in danno degli investitori. Per l'effetto si era reso opportuno imporre sia l'obbligo di accompagnare le emissioni destinate ad investitori *retail* con un apposito *rating*, sia taluni requisiti minimi di professionalità e indipendenza in capo alle agenzie che tali *rating* erano chiamate ad esprimere.

L'art. 2, comma 5, della legge 130 del 1999 prevede che la Consob stabilisca con proprio regolamento i requisiti di professionalità e di indipendenza degli operatori che svolgono la valutazione del merito di credito dei titoli emessi nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione e l'informazione sugli eventuali rapporti esistenti tra questi e i soggetti che a vario titolo partecipano alle operazioni medesime[368].

In data 2 novembre 1999 la Consob ha adottato il regolamento n. 12175 di attuazione dell'art. 2, comma 5, della legge 130 del 1999 in materia di operatori incaricati di svolgere la valutazione del merito creditizio nelle operazioni di *securitization*, precisando all'art. 2 del regolamento menzionato, che tali operatori devono essere costituiti in forma societaria ed essere organizzati in modo che alla formulazione del giudizio sul merito di credito concorrano persone che abbiano maturato un'esperienza direttiva non inferiore a tre anni in società o strutture aziendali specializzate nella valutazione dei crediti, e sia prevista, per ciascuna fase in cui si articola la valutazione e per i relativi aggiornamenti, l'utilizzazione di procedure predeterminate e conformi alle prassi internazionali, che assicurino la riservatezza delle

---

maggiore e nella comprovata esperienza di tali soggetti nel valutare la bontà o meno di un'operazione di cartolarizzazione unitamente all'intento del legislatore di non appesantire con costi aggiuntivi tale categoria di operazioni. Parte della dottrina concorda, tuttavia, nel ritenere che vi sia comunque un obbligo di valutazione da parte di una società di *rating* nell'ipotesi in cui i titoli emessi dallo *special purpose vehicle* siano destinati ad investitori professionali che li acquistino con l'intento di collocarli presso il pubblico indistinto in un secondo momento; si veda al riguardo R.RORFORF, *Cartolarizzazione dei crediti e tutela del risparmio*, in *Società*, 2000, 1167.

[368] Delibera n.12175 del 2 novembre 1999 contenente il regolamento di attuazione dell'art.2 co. 5 della legge n.130 del 30 Aprile 1999 in materia di operatori incaricati a svolgere la valutazione del merito di credito nelle operazioni di cartolarizzazione.

informazioni e dei dati acquisiti, nonché che siano predisposti supporti tecnici e dotazioni di personale adeguati in relazione alla procedure utilizzate ed agli incarichi che si stima di svolgere in ciascun anno.

L'art. 2 del regolamento stabilisce che i requisiti anzidetti si considerano posseduti dagli operatori attivi nei mercati dell'Unione europea da almeno tre anni nell'attività di valutazione del merito di credito alla data di entrata in vigore del regolamento medesimo.

Come è stato correttamente osservato[369] le operazioni più importanti di cartolarizzazione sono pressoché sempre supportate da *rating* rilasciati dalla primarie società di valutazione del merito creditizio presenti sul mercato.

L'art. 3 del regolamento Consob citato stabilisce i criteri di indipendenza delle CRAs, precisando che la valutazione del merito di credito nelle operazioni disciplinate dalla legge n. 130/1999 non può essere effettuata da operatori che: (a) controllano o sono controllati da uno dei soggetti che partecipano all'operazione; (b) sono controllati dal medesimo soggetto che controlla uno dei soggetti che partecipano all'operazione; (c) sono collegati ad uno dei detti soggetti.

Il regolamento Consob stabilisce altresì che il prospetto informativo debba contenere indicazioni circa i rapporti di partecipazione al capitale che intercorrono tra l'operatore incaricato della valutazione del merito di credito, gli altri soggetti che partecipano all'operazione ed i soggetti che rispettivamente li controllano e ne sono controllati[370].

Anche in questo contesto il ruolo dell'agenzia di *rating* non si esaurisce nella mera assegnazione del giudizio sulla specifica emissione, ma continua con un attento monitoraggio dell'andamento

---

[369] Così osserva correttamente T.DE VITIS, *Le società di rating*, in *La cartolarizzazione, commento alla legge n. 130/99*, a cura di P. Ferro-Luzzi e C.Pisanti, Giuffré, Milano, 2005, 231.

[370] Le situazioni di controllo e di collegamento sono definite in base al disposto, rispettivamente dell'art. 93 del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 e dell'art. 2359, comma 3, del codice civile. Per soggetti che partecipano all'operazioni si intendono: il soggetto cedente, la società per la cartolarizzazione dei crediti, i soggetti incaricati della riscossione dei crediti ceduti e dei servizi di cassa e di pagamento e gli altri soggetti che eventualmente partecipano all'operazione a garanzia del pagamento dei debiti ceduti.

dell'intera operazione fino al momento del rimborso dei titoli emessi[371].

È interessante notare come il regolamento della Consob sopra richiamato non abbia introdotto alcuna forma di vigilanza sulle società di *rating* partecipanti alle operazioni di cartolarizzazione. Infatti la normativa italiana sulle operazioni di cartolarizzazione prevede che le società di *rating*, per quanto tenute a rispondere a requisiti di professionalità e indipendenza, non siano iscritte ad alcun apposito albo o registro, né *a fortiori* soggette a vigilanza pubblica[372].

Ciò premesso, ad oggi un'interpretazione teleologica della nozione di "*fini regolamentari*" introdotta dal Regolamento comunitario sulle agenzie di *rating* dovrebbe far propendere per l'obbligo di utilizzare, anche ai fini della legge n. 130 del 1999 italiana, esclusivamente giudizi di *rating* conformi al predetto

---

[371] Come osserva E.SPANO, *Appunti e spunti in tema di cartolarizzazione dei crediti*, in *Giur. comm*., 1999, I, 443 «*nell'impossibilita` pratica di analizzare le migliaia di crediti ceduti con un'operazione di cartolarizzazione, e` chiaro che l'investitore acquistera` un titolo solo in quanto gli e` stato attribuito un rating. Di fatto, la decisione di acquisto si sposta dai crediti oggetto di cartolarizzazione (che l'investitore non conosce e non puo` conoscere) alla credibilita` dell'istituzione, che ha attribuito il rating*».

[372] La centralità del giudizio delle agenzie di *rating* sui titoli oggetto di cartolarizzazione è ampiamente dimostrata dall'impalcatura seguita nella predisposizione del *Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A.* (versione giugno 2009) in cui nella parte 2, titolo 2.2., capo 9, sono descritte le condizioni per l'ammissione a quotazione delle Asset Backed Securities (ABS) Per quanto qui interessa, all'art. 2.2.32. è previsto che ai fini dell'ammissione alla quotazione le *tranche* di ABS debbano, tra l'altro «*essere oggetto di valutazione, in via continuativa, da parte di almeno una delle agenzie di rating indipendenti indicate nelle Istruzioni. I rating richiesti dall'emittente e resi pubblici devono essere almeno pari al rating minimo indicato nelle Istruzioni. Borsa Italiana può ammettere alla quotazione tranche prive di rating nel caso in cui il rimborso delle stesse sia garantito da uno Stato, da un ente o un'agenzia governativa tale per cui il rating implicito sia almeno pari a quello minimo indicato nelle Istruzioni*». Inoltre, l'art. 2.2.33 precisa come «*per ciascuna emissione, gli emittenti ABS sono tenuti a comunicare a Borsa Italiana, non appena disponibili, almeno le seguenti informazioni ai fini della loro diffusione al pubblico: 1) tutti i rating a cui l'emissione è assoggettata e in particolare: a) modifica del rating; b) assoggettamento del rating a un periodo di "studio" (nel caso tale procedura sia prevista dalla società di rating); c) report integrale diffuso dalla società di rating in merito ai due eventi sopra menzionati; d) report integrale, qualitativo e quantitativo, relativo all'attività di sorveglianza periodica delle attività destinate al rimborso delle ABS*».

Regolamento comunitario nel contesto delle operazioni di cartolarizzazione effettuate ai sensi della legge 130.

Un altro importante frammento di normativa italiana che attribuisce rilievo centrale al *rating* è costituito dalla disciplina di attuazione delle regole sul capitale delle banche introdotte con l'Accordo di Basilea II[373]. In linea di principio, obiettivo delle regole di vigilanza prudenziale emanate in attuazione di Basilea II è l'individuazione di un sistema di requisiti patrimoniali che le banche devono possedere a fronte dei rischi di credito, di mercato ed operativi che assumono, stabilendosi una stretta correlazione tra il capitale proprio di vigilanza della banca e i suddetti rischi.

Tali principi normativi hanno trovato una autonoma collocazione, a livello primario, negli artt. 53[374], 67, 107[375] e 116-*bis*[376] del d.lgs. n. 385 del 1° settembre 1993 (il "tub"), demandandosi poi alla Banca d'Italia, in sede di emanazione di disposizioni relative

[373] La disciplina nazionale di attuazione delle regole di Basilea II è contenuta nelle norme del Testo unico bancario e nella Circolare n.263 del 27 dicembre 2006 della Banca d'Italia.

[374] È stato modificato l'articolo 53 del TUB, il quale disciplina i poteri di vigilanza regolamentare della Banca d'Italia. In particolare, all'autorità di vigilanza è stato conferito il potere di disciplinare, in conformità alle deliberazioni del Comitato interministeriale per il credito e il risparmio (CICR), l'informativa che le banche debbono rendere al pubblico sugli altri aspetti rilevanti per la vigilanza di stabilità (adeguatezza patrimoniale, contenimento del rischio, partecipazioni detenibili, organizzazione amministrativa e contabile e controlli interni)

[375] Si è modificato l'articolo 107 del TUB, riguardante gli intermediari finanziari iscritti nell'elenco speciale tenuto dalla Banca d'Italia. Tra gli aspetti disciplinati in via regolamentare dalla Banca d'Italia, sono stati introdotti gli obblighi d'informativa nei riguardi del pubblico e la possibilità di utilizzare valutazioni del rischio di credito rilasciate da società o enti esterni ovvero sistemi interni di misurazione dei rischi per la determinazione dei requisiti patrimoniali, approvati dalla Banca d'Italia, e si è specificata la natura dei provvedimenti particolari da adottarsi, da parte della medesima autorità, a fini di vigilanza sugli intermediari (riduzione delle attività; divieto di intraprendere nuove operazioni e di distribuire utili o altri elementi del patrimonio), in termini simili a quelli già esposti con riferimento alla vigilanza sulle banche e alla vigilanza consolidata sui gruppi bancari.

[376] Si è inserito nel TUB l'articolo 116*bis*, il quale disciplina l'illustrazione dei fattori considerati per la valutazione del merito di credito (*rating*) delle imprese che richiedono finanziamenti. A questo fine, è stata conferita alla Banca d'Italia la facoltà di disporre che le banche e gli intermediari finanziari illustrino alle imprese che domandano finanziamenti i principali fattori posti a base dei *rating* che le riguardano

all'adeguatezza patrimoniale delle banche, l'individuazione delle regole, di carattere tecnico, relative alla misurazione dei rischi ed al corrispondente "impegno" del patrimonio di vigilanza. In questo senso la Banca d'Italia ha provveduto con l'emanazione della Circolare n. 263 del 27 dicembre 2006[377].

A livello normativo primario il comma 2-*bis* dell'art. 53 del tub stabilisce che le disposizioni emanate dalla Banca d'Italia debbano prevedere che, per la valutazione dei rischi agli effetti del calcolo dei requisiti patrimoniali prescritti per l'esercizio dell'attività bancaria, le banche possano utilizzare, tra l'altro, le valutazioni del rischio di credito rilasciate da società o enti esterni, i quali siano in possesso dei requisiti, anche di competenza tecnica e di indipendenza, stabiliti dalla stessa Banca d'Italia, che disciplina anche le modalità di accertamento di tali requisiti (cc.dd. ECAI).

È piuttosto evidente la centralità che le società di *rating* e i loro giudizi assumono nel contesto del calcolo del patrimonio di vigilanza bancario. Tale centralità era stata ben colta dal legislatore comunitario sia nella Comunicazione della Commissione del 2006, in cui la normativa comunitaria sui requisiti di vigilanza prudenziale delle banche era indicata come uno dei tre apparati normativi che facevano riferimento ai *rating* all'epoca considerati sufficienti, sia nel recente Regolamento sulle agenzie di *rating*, in cui il caso esemplificativo di *rating* utilizzato a "fini regolamentari" è proprio quello riferito alle modalità di computo del patrimonio di vigilanza.

In ogni caso le prescrizioni del Regolamento sulle agenzie di *rating* non sostituiscono la procedura stabilita per il riconoscimento delle agenzie esterne di valutazione del merito di credito ("ECAI") a norma della direttiva 2006/48/CE e normative nazionali di attuazione (così il considerando 44 del Regolamento). Ciò nondimento, a mente dell'art. 2, comma 3, del Regolamento comunitario, le società di *rating* devono registrarsi a norma del Regolamento quale condizione

[377] Si ricorda che la Banca d'Italia ha emanato con circolare n. 263 del 27 dicembre 2006 (pubblicata nel Supplemento ordinario alla Gazzetta Ufficiale n. 17 del 22 gennaio 2007) disposizioni attuative delle modifiche al TUB in esame, anche sulla base dei criteri contenuti nel decreto (*Recepimento della nuova disciplina sul capitale delle banche*) adottato in via d'urgenza dal Ministro dell'economia e delle finanze, presidente del CICR, su proposta della Banca d'Italia, in data 27 dicembre 2006. La circolare n. 263 del 2006 è stata aggiornata il 17 marzo 2008, apportando in particolare delle modifiche al capitoli relativi al patrimonio di vigilanza e alla sezione dedicata al rischio di credito.

necessaria per essere riconosciute come ECAI in conformità della parte 2 dell'allegato VI della direttiva 2006/48/CE.

Come noto, al fine di definire il patrimonio di vigilanza che deve essere detenuto dalle banche in relazione al rischio complessivamente assunto sono considerate tre tipologie di rischio: rischio di credito, rischio operativo e rischio di mercato[378].

La circolare Banca d'Italia 263 del 27 dicembre 2006, contenente le "nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche", stabilisce la possibilità per le banche di determinare i coefficienti di ponderazione per il calcolo del requisito patrimoniale a fronte del rischio di credito nell'ambito del metodo IRB (limitatamente alle posizioni verso cartolarizzazioni) e nell'ambito del metodo "standardizzato" sulla base delle valutazioni del merito creditizio rilasciate da "agenzie esterne di valutazione del merito di credito" (ECAI) riconosciute dalla Banca d'Italia.

Il riconoscimento di un'agenzia e la riconduzione dei *rating* ai coefficienti di ponderazione (*mapping*) vengono effettuati dalla Banca d'Italia sulla base dei criteri previsti dalla normativa vigente (cfr. Circolare 263, Titolo II, Capitolo I, Parte prima). Il riconoscimento non configura in alcun modo, nell'oggetto e nella finalità, una valutazione di merito sui giudizi attribuiti dalle ECAI o un supporto alla metodologia utilizzata, in ordine ai quali le agenzie esterne di valutazione del merito di credito restano le uniche responsabili.

Ai fini della ponderazione del rischio di credito riveste quindi un'importanza fondamentale lo strumento del *rating*. Infatti tra le metodologie di calcolo dei rischi di credito, è sovente utilizzato il metodo c.d. "standardizzato", che si basa sull'utilizzo di valutazioni di merito creditizio fornite, in relazione ai singoli clienti della banca, dalle *Esternal Credit Assessment Institutions* (ECAI, e cioè agenzie di *rating* abilitate).

Più elevato è il *rating* del cliente, minore sarà, in base alla ponderazione, la quota di patrimonio che la banca dovrà accantonare a fronte di quell'affidamento creditizio.

Il rilascio della qualifica di ECAI è disciplinato dalla normativa di vigilanza secondaria dettata dalla Banca d'Italia[379] che ne

---

[378] Sul punto si rinvia a C.COSTA, *Le regole di Basilea II tra tutela del capitale delle banche e comportamenti virtuosi delle imprese*, in *Riv. dir. fall*., 2008, 98 ss.

[379] E cioè dalla Circolare Banca d'Italia 27 dicembre 2006, n. 263, tit. II, cap. I, sez. VIII.

condiziona l'attribuzione al rispetto di una serie di requisiti da parte dell'agenzia di *rating* richiedente.

Il riconoscimento di un'agenzia di *rating* in termini di ECAI viene effettuato in base alla verifica di requisiti che riguardano sia la "metodologia" utilizzata per la definizione dei giudizi sia le valutazioni che ne conseguono (oggettività[380], indipendenza[381],

[380] Ai fini del riconoscimento delle agenzie di *rating* in termini di ECAI, esse devono soddisfare i seguenti requisiti di "oggettività": (1) la metodologia seguita tiene conto dei fattori rilevanti per discriminare le caratteristiche specifiche delle diverse posizioni valutate. La procedura di riconoscimento non è volta a verificare la correttezza della metodologia; quest'ultima deve essere tuttavia supportata da evidenze statistiche relative alla sua applicazione nel passato; (2) la robustezza della metodologia è adeguatamente confermata dai dati disponibili in termini di tassi di default registrati per le singole classi di *rating* e di tassi di migrazione tra le diverse classi di rating. La disponibilità di un'ampia base di dati che conferma la robustezza dei rating può consentire un'analisi meno approfondita della complessiva metodologia; (3) la metodologia è applicata in modo coerente a tutte le esposizioni appartenenti a una data classe e discrimina in modo adeguato le esposizioni appartenenti a classi diverse; (4) la metodologia è stata validata internamente sulla base dei dati relativi all'esperienza storica; (5) la metodologia è corretta alla luce degli errori sistematici rilevati attraverso il *back-testing* sui risultati effettivi.

[381] Ai fini del riconoscimento delle agenzie di *rating* in termini di ECAI, esse devono soddisfare i seguenti requisiti di "indipendenza": non vi sono interferenze esterne nei giudizi e sono adeguatamente gestiti i conflitti di interesse rispetto alla proprietà, a clienti, ad altre attività svolte dall'ECAI stessa o dai suoi analisti. A tal fine, le agenzie istanti attestano e dimostrano l'esistenza dei seguenti elementi: (i) misure atte ad assicurare l'indipendenza rispetto alla proprietà e a evitare che pressioni o condizionamenti esterni – di natura politica o economica – possano compromettere l'oggettività delle valutazioni; (ii) struttura organizzativa che tiene distinte – da un punto di vista operativo, personale e, eventualmente, legale – le attività di *rating* dalle altre attività svolte, quali la consulenza e il *marketing*, che possono influire sull'oggettività delle valutazioni; (iii) regole interne a presidio dei conflitti di interesse in cui versano le persone coinvolte nell'attività di *rating*; (iv) redditività dell'attività di rating e disponibilità di adeguate risorse finanziarie; (v) neutralità della struttura dei compensi a carico dei soggetti valutati e di quelli spettanti alle persone addette all'assegnazione dei *rating* rispetto all'esito della valutazione; (vi) misure atte a garantire autonomia di giudizio rispetto a clienti rilevanti, dai quali proviene una quota significativa (maggiore del 5 per cento) dei ricavi; (vii) disponibilità di personale addetto alle valutazioni in possesso di un livello adeguato di conoscenza professionale e di esperienza nel campo (ad esempio, almeno una persona che partecipa alla decisione sul rating dovrebbe avere un'esperienza non inferiore a tre anni). Il personale deve essere in numero adeguato rispetto al volume dell'attività svolta, anche considerando l'esigenza di tenere contatti con i soggetti valutati, ove ciò sia previsto dalla metodologia impiegata; (viii) chiara formalizzazione delle regole interne di governo societario; (ix) adeguate

revisione periodica[382], reputazione sul mercato[383], trasparenza delle metodologie e dei giudizi[384]).

Nell'ambito della valutazione dei requisiti, la Banca d'Italia considera l'eventuale adozione, da parte dell'agenzia, di un codice di condotta in linea con le migliori prassi a livello internazionale[385].

---

forme di pubblicità ai conflitti di interesse; (x) presenza di una funzione di controllo interno (o di altra funzione) gerarchicamente indipendente dai soggetti responsabili dell'attribuzione dei *rating* ed incaricata di verificare l'effettiva applicazione delle condizioni di indipendenza.

[382] I requisiti relativi alla "revisione periodica dei giudizi" che le richiedenti ECAI devono possedere sono i seguenti: le agenzie hanno procedure che consentono di venire a conoscenza di quei cambiamenti della situazione di un soggetto valutato che potrebbero comportare significative variazioni del *rating* e, eventualmente, di cambiare tempestivamente il *rating* stesso; – le agenzie dispongono di una procedura di *back-testing* collaudata; – le valutazioni sono riviste almeno una volta l'anno.

[383] Considerata la struttura del mercato del *rating*, la ricorrenza del requisito "reputazione sul mercato" è legata al livello di accettazione dei giudizi dell'agenzia a livello internazionale. Qualora un'agenzia operi esclusivamente o prevalentemente sul mercato nazionale, viene 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).

[384] Si ha "trasparenza della metodologia e dei giudizi" nei seguenti casi: (a) le ECAI rendono pubblici, in maniera comprensibile agli utilizzatori dei *rating*, i principi sottostanti alla metodologia nonché i cambiamenti di quest'ultima; (b) i rating devono essere accessibili in maniera tempestiva a tutte le banche e, qualora sia previsto il pagamento di una commissione da parte di queste, tale commissione deve essere fissata in maniera non discriminatoria. Parimenti, sono accessibili i tassi di default effettivi e, eventualmente, le probabilità di default teoriche associate alle singole classi di *rating*; (c) nel caso in cui un'agenzia rilasci *rating* che le banche non possono impiegare ai fini del presente capitolo, le forme di comunicazione devono consentire l'individuazione di quelli che possono essere utilizzati dalle banche (ad esempio, nel caso in cui siano rilasciati sia solicited rating che *unsolicited rating*, questi ultimi devono essere chiaramente identificabili).

[385] Al paragrafo 3, tit. II, cap. I, sez. VIII, della circolare Banca d'Italia 27 dicembre 2006, n. 263, è disciplinata la procedura di riconoscimento delle ECAI come segue. L'istanza di riconoscimento è avanzata dall'agenzia. Per le ECAI già riconosciute in altri Stati membri dell'Unione europea la richiesta di riconoscimento può essere avanzata anche da una banca che intende avvalersi delle valutazioni di tale ECAI. L'istanza viene formulata fornendo le informazioni richieste in un questionario, con un grado di dettaglio sufficiente a verificare tutti i requisiti ivi indicati. Qualora sia presentata da un'ECAI, essa è accompagnata: (a) dall'attestazione con la quale un soggetto esterno, indipendente, con comprovata professionalità ed elevato *standing* dichiara di avere accertato il rispetto di tutti i requisiti rilevanti. Tale soggetto deve

In sostanza, anche a valle dell'emanazione del Regolamento comunitario sulle agenzie di *rating* rimangono valide ed efficaci le disposizioni nazionali di attuazione dei precetti in materia di requisiti patrimoniali delle banche che esigono la qualifica di ECAI affinché i giudizi di *rating* possano concorrere alla determinazione del patrimonio di vigilanza.

Ma passiamo adesso ad altro frammento di legislazione che fa riferimento alle agenzie di *rating* in Italia. Trattasi di quella parte di disciplina, primaria e secondaria, che in Italia si occupa delle valutazioni del merito del credito a seguito del recepimento della normativa comunitaria in materia di "abusi di mercato" (direttiva n. 2003/6/CE e atti comunitari correlati).

Il *corpus* normativo richiamato è piuttosto articolato e, per quanto concerne i riferimenti specifici al *rating*, ha subito un'evoluzione piuttosto travagliata.

Vengono in rilievo l'art. 114, comma 8, del tuf e, in sua attuazione, l'art. 69-*decies* del regolamento Consob 11971 sugli emittenti.

La disciplina legislativa (legge comunitaria 2004) di attuazione della direttiva n. 2003/6/CE in materia di abusi di mercato aveva riformulato il comma 8 dell'art. 114 del tuf introducendo, per i

---

inoltre attestare che, nei casi in cui i rating non siano accessibili al pubblico, i medesimi sono corrispondenti a quelli del periodo in cui sono stati elaborati; (b) dall'attestazione delle banche che intendono avvalersi delle valutazioni. Qualora l'istanza di riconoscimento sia presentata da una banca, la Banca d'Italia può chiedere la cooperazione dell'ECAI ai fini del riconoscimento nonché l'attestazione *sub* a). La Banca d'Italia può prendere in considerazione anche informazioni ulteriori rispetto a quelle fornite con l'istanza di riconoscimento qualora siano rilevanti e significative ai fini della valutazione dell'istanza di riconoscimento. L'istanza specifica per quali comparti è chiesto il riconoscimento e se il riconoscimento è chiesto per i rating "*solicited*" ovvero "*unsolicited*". La Banca d'Italia partecipa alle procedure di valutazione congiunta insieme ad altre Autorità di vigilanza di Stati membri dell'Unione Europea nei casi in cui il riconoscimento venga richiesto in più Stati membri; in tal caso, l'istanza può essere presentata conformemente a quanto previsto dalle linee guida approvate dal Committee of European Banking Supervisors. La procedura di valutazione congiunta prevede anche l'individuazione di un "process facilitator", incaricato di coordinare i lavori e mantenere i contatti con l'agenzia. La decisione finale circa il riconoscimento è adottata dalla Banca d'Italia, tenendo conto dell'istruttoria condotta nell'ambito di tale procedura di valutazione congiunta. Il procedimento si conclude entro 180 giorni dalla ricezione dell'istanza. La Banca d'Italia pubblica sul proprio sito internet l'elenco delle ECAI riconosciute e il relativo *mapping*.

soggetti che producono o diffondono ricerche o valutazioni riguardanti strumenti finanziari o gli emittenti di tali strumenti e per i soggetti che producono o diffondono altre informazioni che raccomandano o propongono strategie di investimento destinate ai canali di divulgazione o al pubblico, l'obbligo della corretta presentazione delle informazioni, accanto a quello già esistente della trasparenza dei conflitti di interesse.

La formulazione normativa introdotta annoverava espressamente tra i destinatari dei precetti anzidetti anche le società di *rating*[386].

Nel regolamento Consob n. 11971/1999 sugli emittenti, sulla base di quanto previsto dal citato comma 8, dell'art. 114, erano state introdotte disposizioni relative alla corretta presentazione e trasparenza dei conflitti di interesse nella produzione e nella diffusione di valutazioni del merito di credito.

In tale sede si consideravano, in particolare, i giudizi sul merito di credito di un emittente strumenti finanziari o di uno strumento finanziario, destinati ai canali di divulgazione o al pubblico, prodotti: (a) dalle società di *rating*, (b) dai soggetti abilitati e (c) dagli altri soggetti che esercitano tale attività in modo professionale.

Tenendo conto degli orientamenti emersi a livello comunitario con la Comunicazione della Commissione del 2006, favorevoli all'adozione da parte delle agenzie di *rating* di procedure di autoregolamentazione, il regolamento Consob citato, riconoscendo la diversa funzione dei giudizi di *rating* rispetto alle *raccomandazioni* di investimento, aveva dettato una differente disciplina per le due materie. In particolare, per le valutazioni del merito di credito l'art. 69-*decies* non prevedeva adempimenti comportamentali ma, rinviando alla citata autoregolamentazione vigente in materia, aveva previsto un'adeguata trasparenza delle misure adottate da parte dei soggetti interessati per presentare l'informazione in modo corretto e comunicare l'esistenza di conflitti di interessi.

Nel 2005 la Consob fa appena in tempo a introdurre nel Regolamento emittenti la norma in questione che il legislatore

386 Si veda sul punto quanto osservato nel documento di consultazione della Consob del 2 Febbraio 2007 relativo al regolamento emittenti modifiche all'art. 69-decies del regolamento consob n. 11971/1999 concernente le valutazioni del merito di credito, in www.consob.it

primario[387] ritocca le norme primarie su cui tale regolamentazione secondaria emanata dalla Consob si fondava (art. 114, comma 8, del tuf) e, stravolgendo la precedente impostazione sulle agenzie di *rating*, preveva – e continua ancora oggi a prevedere – l'esclusione espressa delle agenzie di *rating* dall'ambito applicativo della norma.

Infatti, il nuovo ottavo comma dell'art. 114 del Tuf prevede adesso che «*i soggetti che producono o diffondono ricerche o valutazioni, con l'esclusione delle società di rating, riguardanti gli strumenti finanziari indicati all'articolo 180, comma 1, lettera a), o gli emittenti di tali strumenti, nonché i soggetti che producono o diffondono altre informazioni che raccomandano o propongono strategie di investimento destinate ai canali di divulgazione o al pubblico, devono presentare l'informazione in modo corretto e comunicare l'esistenza di ogni loro interesse o conflitto di interessi riguardo agli strumenti finanziari cui l'informazione si riferisce*».

Come è stato correttamente osservato, «*nel giro di pochi mesi, insomma, prima si sfrutta l'attuazione della direttiva* market abuse *per introdurre una (non obbligata, ma) opportuna prima parziale regolamentazione del* rating, *stabilendosi un obbligo di corretta informazione e di* disclosure *degli interessi e dei conflitti di interessi relativi agli strumenti finanziari cui la valutazione si riferisce, poi senza alcuna motivazione espressa si opera una brusca marcia indietro probabilmente per la preoccupazione che i mercati finanziari italiani fossero penalizzati da una disciplina più severa di quella vigente in altri Paesi e rinviando, quindi, ogni intervento in materia alla concertazione internazionale*»[388].

Escludendo in modo esplicito le società di *rating*, la disciplina in esame resta pertanto applicabile solamente alle altre due categorie di operatori, ossia i soggetti abilitati e gli altri soggetti che

---

[387] Con la c.d. "legge risparmio"del 28 Dicembre 2005 n.262, intitolata "*Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari*" pubblicata nella Gazzetta Ufficiale n.301 del 28 dicembre 2005, Supplemento ordinario n.208, art.14 (*Modifiche al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria)*.

[388] Le parole sono di G.PRESTI, *Le agenzie di* rating*: dalla protezione alla regolazione*, in Atti del convegno di Courmayeur del 26-27 settembre 2008 su *I nuovi equilibri mondiali: imprese, banche, risparmiatori*, Giuffré, Milano, 2009, 94.

professionalmente producono o diffondono valutazioni del merito di credito[389].

Anche se l'ottavo comma dell'art. 114 del tuf e l'art. 69-*decies* del Regolamento Consob n. 11971 vigente nel prevedere obblighi di trasparenza per i soggetti che producono studi o raccomandazioni escludono dal proprio ambito di applicazione le agenzie di *rating*, è indubbia la sussistenza di doveri di correttezza e di trasparenza per le stesse, derivanti non solo dai principi generali dell'ordinamento, ma anche dalla legislazione comunitaria e dal codice Iosco. Di conseguenza, l'esclusione espressa delle società di *rating* dall'ambito di operatività delle norme citate (art. 114, comma 8, tuf e sua disciplina di attuazione) potrebbe essere interpretata non come volontà di attenuare gli obblighi di condotta in capo alle agenzie, bensì di distinguere, in linea con quanto fatto dalla Direttiva 2003/125CE, i *rating* dagli studi e dalle raccomandazioni emanate dagli analisti finanziari[390].

Esistono poi ulteriori normative italiane di settore che fanno riferimento ai giudizi di *rating*.

Norme primarie regolano il regime di circolazione dei prodotti finanziari in dipendenza, tra l'altro, del *rating* di cui tali titoli godono. Segnatamente, ai sensi dell'art. 100-*bis* del tuf, la successiva rivendita di prodotti finanziari che hanno costituito oggetto di un'offerta al pubblico esente dall'obbligo di pubblicare un prospetto costituisce ad ogni effetto una distinta e autonoma offerta al pubblico, ove ne ricorrano i presupposti applicativi. Si realizza poi una offerta al pubblico anche qualora i prodotti finanziari che abbiano costituito oggetto in Italia o all'estero di un collocamento riservato a investitori qualificati siano, nei dodici mesi successivi, sistematicamente rivenduti a soggetti diversi da investitori qualificati e tale rivendita non ricada in alcuno dei casi di inapplicabilità normativamente previsti. Tuttavia, tale ultima disposizione non trova applicazione alla

[389] La nuova disciplina si applica pertanto ai soggetti che producono valutazioni del merito di credito diversi dalle agenzie di *rating*, e quindi per lo più a intermediari autorizzati già tenuti al rispetto della disciplina in materia di raccomandazioni, che hanno già predisposto procedure e presidi volti ad adempiere a tali previsioni. L'area degli altri soggetti, diversi da quelli citati presenta forti elementi di omogeneità con quella degli analisti indipendenti che producono ricerche sugli strumenti finanziari, che ricadono ugualmente sotto la disciplina delle raccomandazioni.

[390] G.FACCI, *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, in *Contratto e impresa*, 2008, 197.

rivendita di titoli di debito emessi da Stati membri dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) «*con classamento creditizio di qualità bancaria (rating investment grade) assegnato da almeno due primarie agenzie internazionali di classamento creditizio (rating), fermo restando l'esercizio delle altre azioni civili, penali e amministrative previste a tutela del risparmiatore*»[391].

A titolo esemplificativo, previsioni regolamentari riferite al *rating* nell'ordinamento italiano si rinvengono nel Provvedimento della Banca d'Italia del 14 Aprile del 2005 contenente il "Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio". L'Autorità di Vigilanza bancaria ha disposto che gli organismi di investimento collettivo del risparmio ("OICR")[392] possano investire il proprio patrimonio in certi strumenti finanziari, con vita residua non superiore a sei mesi, a condizione che siano classificati di qualità adeguata (*investment grade*) da almeno due agenzie di *rating* "riconosciute", dove l'elenco delle agenzie di *rating* riconosciute coincide con quello delle agenzie accreditate presso la SEC.

Un altro esempio è dato dal d.m. 1 dicembre 2003, n. 389, regolamento ministeriale concernente l'accesso al mercato dei capitali da parte di Regioni, enti territoriali e loro consorzi., il quale all'art. 3 dispone che, in operazioni attinenti a taluni strumenti finanziari derivati, tali enti possono concludere contratti soltanto con intermediari finanziari contraddistinti da adeguato «*merito di credito, così come certificato da agenzie di rating riconosciute a livello internazionale*» le quali, secondo la circolare esplicativa del Ministero delle finanze del 27 maggio 2004, n. 101118, sono le tre note NSRO.

Infine è da segnalare il regolamento dei Mercati Organizzati e Gestiti di Borsa Italiana s.p.a.[393], entrato in vigore il 22 giugno del 2009, in cui è previsto che, nel caso in cui l'emittente sia stato oggetto di *rating* sul merito di credito da parte di un'agenzia di *rating* indipendente locale o internazionale nei dodici mesi antecedenti la

---

[391] Sull'argomento R.VIGLIONE, *La tutela dell'investitore retail nel nuovo art. 100-bis T.U.F.*, in *Studium Juris*, 2007, 779 ss.

[392] ai sensi della lettera m) dell'art.1 del tuf, gli organismi di Investimento Collettivo del Risparmio sono: i fondi comuni di investimento (istituiti e gestiti dalle SGR) e le Sicav, cioè le Società di Investimento a Capitale Variabile.

[393] Deliberato dall'Assemblea di Borsa Italiana del 15 gennaio 2009 e approvato dalla Consob con delibera n. 16848 del 25 marzo 2009.

domanda di ammissione a quotazione, tale *rating* (o il relativo aggiornamento), se pubblici, debbano essere comunicati a Borsa Italiana medesima[394]. Tale obbligo di comunicazione è previsto per coloro che emettono azioni[395], obbligazioni[396], obbligazioni bancarie garantite[397], *covered warrant* e *certificates*[398] e obbligazioni strutturate.

Gli emittenti sono inoltre tenuti a rendere noti al mercato tali *rating*[399].

A ciò si aggiunga che il regolamento di Borsa Italiana citato[400] dispone - affinchè le *Asset Backed Securities* possano essere quotate in Italia - la presenza di un *rating* esterno minimo di categoria "*investment grade*" rilasciato da una delle *rating agencies* definite nel Regolamento Consob n. 12175/99. Tutte le informazioni[401] su detto *rating*, così come i suoi cambiamenti e gli eventuali *credit watch*, devono essere trasmessi a Borsa Italiana e comunicati al mercato non appena disponibili.

Alla luce di quanto precede, è da giudicare con favore la complessa stratificazione normativa che si è venuta a creare in Italia con l'emanazione del Regolamento comunitario sulle agenzie di

---

[394] Regolamento dei Mercati Organizzati e Gestiti d Borsa Italiana s.p.a., titolo 2.2., "Condizioni per l'ammissione".

[395] Regolamento dei Mercati Organizzati e Gestiti d Borsa Italiana s.p.a., art.2.2.1 "Requisiti degli emittenti di azioni".

[396] Regolamento dei Mercati Organizzati e Gestiti d Borsa Italiana s.p.a, art. 2.2.5 "*Requisiti degli emittenti di obbligazioni*".

[397] Regolamento dei Mercati Organizzati e Gestiti d Borsa Italiana s.p.a, art. 2.2.10 "*Requisiti degli emittenti di obbligazioni bancarie garantite*".

[398] Regolamento dei Mercati Organizzati e Gestiti d Borsa Italiana s.p.a, art. 2.2.21 "*Requisiti degli emittenti i covered warrant o i certificates*".

[399] Regolamento dei Mercati Organizzati e Gestiti d Borsa Italiana s.p.a, art. 2.6.2 *(Obblighi informativi).*

[400] Regolamento dei Mercati Organizzati e Gestiti d Borsa Italiana s.p.a, art. 2.2.32 (*Requisiti delle ABS)* Ai fini dell'ammissione alla quotazione le tranche di ABS devono: essere oggetto di valutazione, in via continuativa, da parte di almeno una delle agenzie di *rating* indipendenti indicate nelle Istruzioni. I *rating* richiesti dall'emittente e resi pubblici devono essere almeno pari al rating minimo indicato nelle Istruzioni. Borsa Italiana può ammettere alla quotazione tranche prive di *rating* nel caso in cui il rimborso delle stesse sia garantito da uno Stato, da un ente o un'agenzia governativa tale per cui il *rating* implicito sia almeno pari a quello minimo indicato nelle Istruzioni.

401 Regolamento dei Mercati Organizzati e Gestiti d Borsa Italiana s.p.a, art. 2.2.33 (Informazioni sull'operazione)

rating. Quello che fino a poco tempo addietro era un coacervo di normative settoriali e sparse, a tratti incoerenti fra loro, si è ora trasformato nella specificazione per segmento di principi normativi primari generali.

L'universo regolamentare del *rating* si è pertanto trasformato d'un tratto da nebuloso e scollato, a ordinamento tendenzialmente completo, moderno e capace di integrare mediante un'intepretazione orientata dei propri canoni generali le lacune che le precedenti discipline di settore ponevano.

Ne deriva che l'attività di *rating* che ha riflessi in Italia dovrà essere disciplinata e giudicata in primo luogo con la lente del giurista ossequiso dei principi comunitari, verificandone la corrispondenza ai precetti del Regolamento sulle agenzie di *rating* e, in concomitanza, nell'ottica della normativa nazionale di settore di volta in volta applicabile, dovendo interpretarsi la seconda in modo tale da consentirne una lettura congiunta con la prima.

Una disamina della regolamentazione vigente in materia di *rating*, e delle problematiche interpretative che essa pone, ha consentito di comprendere il ruolo e gli obblighi cui le società di *rating* sono soggette nello svolgimento della propria attività caratteristica. Alla luce del quadro emerso, è ora possibile tentare una ricostruzione del perimetro di diligenza delle agenzie, e della conseguente responsabilità che le stesse assumono nello svolgimento del proprio *business* sia nei confronti delle entità valutate che degli investitori in generale ove incorrano in comportamenti che in concreto si siano rivelati pregiudizievoli.

CAPITOLO TERZO

QUALE REGIME DI RESPONSABILITÀ PER LE SOCIETÀ DI *RATING* ?

SOMMARIO: 1. Valenza del *rating* nell'ottica dell'investitore e degli emittenti valutati. – 2. Cenni generali sulla responsabilità delle società di *rating*. – 3. L'ingiustizia del danno – 4. Il nesso eziologico e l'elemento soggettivo. – 5. La tesi della responsabilità da "contatto sociale".

1. Il problema della responsabilità delle società di rating*: inquadramento.*

Nei capitoli che precedono è emersa con nettezza la complessità del ruolo svolto dalle società di *rating* sui mercati finanziari nonché, tra le altre cose, la centralità attribuita al giudizio di *rating* ai giorni nostri da legislatori e operatori del mercato globale.

Come è stato osservato in precedenza, i *rating* sono informazioni di assoluto rilievo, e per certi versi infungibili, nei mercati degli investimenti.

Tali giudizi, infatti, pur essendo basati su valutazioni complesse sono immediatamente ed intuitivamente comprensibili da tutti gli investitori, a prescindere dal relativo livello di competenza e profilo di rischio.

In virtù della buona reputazione che le società di *rating* si sono guadagnate negli anni, gli investitori ripongono un legittimo affidamento nei giudizi da queste espressi tanto che sempre più spesso il *rating* rappresenta il fattore di scelta principale e determinante, se non talvolta unico, delle loro politiche di investimento.

Le società di *rating* svolgono pertanto un ruolo positivo nei mercati finanziari, sia nell'ottica degli investitori sia in quella degli emittenti. Ai primi forniscono un'informazione sintetica che li aiuta a valutare con immediatezza i rischi connessi ad un determinato investimento; ai secondi, ove venga loro attribuito un *rating* favorevole, consentono di abbassare i costi di raccolta dei capitali.

Con l'incremento progressivo del volume degli investimenti sui mercati finanziari da parte di soggetti non professionali, lo strumento

del *rating* ha accresciuto la propria importanza in virtù della capacità di sintesi della ben più vasta e opaca informativa primaria di cui gode, con evidente beneficio soprattutto per gli investitori inesperti.

Ciò si è fatto ancor più evidente nell'economia degli ultimi anni in cui la globalizzazione dei mercati, la concorrenza tra emittenti e l'emissione di prodotti finananziari di ogni tipologia e complessità hanno reso sempre più difficile la ponderazione delle politiche di investimento da parte dei risparmiatori *retail*[402].

Il *rating* viene quindi a costituire, al contempo, un parametro selettivo che indirizza in maniera efficiente l'allocazione del risparmio e, di per sé considerato, un'autonoma informazione di secondo grado[403] relativa ai prodotti finanziari cui è attribuito.

Il ruolo fondamentale del *rating* nell'ottica dell'investitore quale criterio principale, se non addirittura unico, che ne indirizza la scelta di investimento e quindi l'allocazione del risparmio a beneficio dei prenditori più meritevoli è affermata con estrema chiarezza dalla giurisprudenza italiana di merito.

È infatti ricorrente tra le Corti italiane la convinzione che incorra in responsabilità l'intermediario che non abbia segnalato al proprio cliente la valutazione operata dalle agenzie specializzate sul merito creditizio di un determinato emittente o prodotto finanziario.

---

[402] E.MONTI, *Le asimmetrie informative e l'attività di rating: una proposta per l'Italia*, in *Bancaria*, 1995, 22.

[403] Si parla nel testo di informazione di "secondo grado" in quanto, coerentemente con quanto solitamente avviene nella descrizione dei beni di "secondo grado", se ne vuole evidenziare la capacità di rappresentazione di un sottostante complesso di beni. Tipico esempio nel diritto commerciale di bene di secondo grado è la partecipazione azionaria che, da un lato al pari del rating è dotata di caratteristiche giuridiche proprie ma, al contempo, è rappresentativa in via mediata di un complesso di beni sottostante costituito dal patrimonio sociale di cui la partecipazione è espressione *pro quota* e in via indiretta. Sul punto, senza pretesa di esaustività, T.ASCARELLI, *Riflessioni in tema di titoli azionari e società tra società*, in *Saggi di diritto commerciale*, Giuffré, Milano, 1955, 240 ss.; O.CAGNASSO-M.IRRERA, *Il trasferimento della partecipazione di controllo nelle società di capitali*, Torino, Giappichelli, 1992; G.BARALIS, *Vendita di partecipazioni sociali e garanzie convenzionali (con particolare riguardo all'indebitamento). Problemi vari, specialmente di prescrizione*, in *Riv. dir. comm*., 2006, 645 ss.; P.MONTALENTI, *Compravendita di partecipazioni azionarie*, in *Studi in onore di R.Sacco*, II, Milano, 767 ss.; C. D'ALESSANDRO, *Compravendita di partecipazioni sociali e tutela dell'acquirente*, Milano, 2003; A.TINA, *Il contratto di acquisizione di partecipazioni societarie*, Milano, 2007; M.SPERANZIN, *Vendita della partecipazione di "controllo" e garanzie contrattuali*, Milano, 2006.

Ciò in quanto il *rating* costituirebbe un fattore idoneo ad influenzare *in modo rilevante* il processo decisionale dell'investitore, con la conseguenza che la mancata comunicazione dello stesso da parte dell'intermediario incaricato rappresenterebbe la violazione dei più elementari obblighi informativi sottesi al rapporto contrattuale cliente-intermediario.

Emblematiche al riguardo sono, *inter alia*, le parole del Tribunale di Catania: «*l'intermediario finanziario, in qualità di operatore qualificato, ha il preciso obbligo di segnalare al risparmiatore in modo non generico ed approssimativo, la natura dell'investimento alla stregua della valutazione operata dalle maggiori agenzie di rating, trattandosi di un dato che costituisce fattore idoneo ad influenzare in modo rilevante il processo decisionale dell'investitore e che la banca è normalmente in grado di conoscere ed essendo comunque obbligata ad acquisire tali informazioni in base all'art. 26, comma 1, lett e), REG […] (c.d. know your merchandise rule)*»[404].

Ciò significa che l'intermediario che voglia agire con la diligenza richiesta all'operatore qualificato è tenuto ad informare il cliente dei rischi connessi alle specifiche operazioni di investimento, segnalando la natura altamente rischiosa dell'investimento secondo le valutazioni operate dalle agenzie di *rating*[405].

In sostanza «*il rating costituisce un'informazione se non determinante, quanto meno indicativa del tipo di investimento che si è in procinto di effettuare e la sua mancata indicazione rappresenta la violazione dei più elementari obblighi informativi. L'intermediario pertanto ha il preciso obbligo di segnalare al risparmiatore in modo non generico ed approssimativo la natura dell'investimento alla*

---

[404] Trib. Catania, 5 maggio 2006, in *Resp. Civ*., 2007, 912, con nota di G.FACCI, *Il rating e la circolazione del prodotto finanziario: profili di responsabilità*; cfr. Trib. Pinerolo, 14 ottobre 2005; Trib. Cagliari, 2 gennaio 2006, anch'esse in in *Resp. Civ*., 2007, 912. Come osserva poi il Tribunale di Catania citato «*In tema di contratti di intermediazione finanziaria, incombe sulla banca, quale operatore professionale, il preciso obbligo di segnalare al risparmiatore (e non in maniera generica o approssimativa) la natura dell'investimento, alla stregua della valutazione operata dalle maggiori agenzie specializzate in materia (il c.d. rating finanziario), derivandone, in caso di inosservanza di tali regole di condotta, il diritto del risparmiatore ad ottenere la risoluzione del contratto (ove richiesta) e, comunque, il risarcimento del danno da inadempimento contrattuale*».

[405] Trib. Mantova, 12 novembre 2004, in *Giur. it*., 2005, 754.

stregua della valutazione operata dalle maggiori agenzie di rating, trattandosi di dato che costituisce fattore idoneo ad influenzare in modo rilevante il processo decisionale dell'investitore»[406].

Appurato che, nella sostanza, il *rating* costituisce «*fattore idoneo ad influenzare in modo rilevante il processo decisionale dell'investitore*», la centralità che lo stesso ha assunto fra i criteri di scelta degli investitori nulla toglie alle funzioni che esso svolge in favore degli emittenti.

L'attrattiva sul mercato delle emissioni di prodotti finanziari dipende in misura sempre crescente dal *rating* di cui questi beneficiano. Di tal guisa un buon *rating* costituisce anche presupposto indispensabile affinché gli emittenti ottengano finanziamenti dagli investitori sui mercati di capitali nonché per negoziare con maggiore efficienza i tassi di interesse relativi ai finanziamenti bancari.

Inoltre, come è stato osservato nel capitolo che precede, in un sempre maggior numero di casi i *rating* sono dotati di valenza regolamentare tanto che il possesso di una soglia minima di *rating* può costituire requisito essenziale per l'ottenimento di determinati trattamenti di favore, di natura normativa o anche semplicemente negoziale.

Infine, un *rating* elevato rappresenta un veicolo pubblicitario di straordinaria efficacia, e a costo significativamente inferiore rispetto ai vantaggi di chi ne beneficia. Infatti sia gli investitori professionali che quelli *retail* sono molto sensibili alla funzione segnaletica che si associa al *rating*. I primi perché sono generalmente esonerati dal provare la propria diligenza nella conduzione degli investimenti ove li abbiano indirizzati verso titoli dotati di *rating* elevati. I secondi in quanto, non disponendo di conoscenze tecniche tali da poter valutare

---

[406] Trib. Firenze, 6 luglio 2007, in www.ilcaso.it. Di converso, tuttavia, come osserva il Trib. Catania, 22 novembre 2005, in *Giur. it*., 2006, 522, «*alla banca che, nell'ambito di un contratto di negoziazione di strumenti finanziari, abbia eseguito l'ordine di acquistare titoli obbligazionari (nella specie, Parmalat) non è contestabile la violazione degli obblighi imposti dalla normativa sulla prestazione dei servizi di investimento, qualora, avendo il cliente omesso di fornire le informazioni utili all'individuazione del profilo di investitore, i titoli acquistati presentino un rating adeguato anche all'investitore dal più basso profilo di propensione al rischio ovvero ai dati riferibili al cliente di cui la banca sia comunque in possesso; né grava sull'intermediario l'obbligo di monitorare l'andamento dei titoli e la situazione finanziaria dell'emittente nel periodo successivo all'acquisto, onde suggerire al cliente il disinvestimento dei medesimi*».

con efficienza altro genere di informazioni, giudicano la bontà di un emittente e dei suoi titoli prevalentemente sulla base del *rating* loro assegnato[407].

Ma *potere* e *responsabilità*, notoriamente, sono concetti che procedono tendenzialmente di pari passo.

È così che, nonostante le agenzie di *rating* utilizzino nella pratica ampie formule volte a sottolineare che i propri *rating* non rappresentano dei consigli di investimento né forme di consulenza finanziaria o raccomandazioni di investimento/disinvestimento, il tema della responsabilità civile delle società di *rating* è quanto mai attuale e inizia ad affacciarsi anche nelle aule di Tribunale.

O meglio, il dibattito sulla responsabilità delle *credit rating agencies* sta crescendo di pari passo con lo sviluppo del settore del *rating* e del peso delle agenzie sulla scena finanziaria internazionale.

Come detto, si è soliti leggere dichiarazioni di principio da parte delle agenzie (*disclaimer*) in cui si afferma che il *rating* è un'opinione indipendente sull'affidabilità creditizia di un soggetto economico in un determinato momento, non è una garanzia sull'effettivo pagamento del debito né una raccomandazione ad acquistare o vendere un titolo o un giudizio sulla convenienza di un particolare investimento né ancora una certificazione contabile [408].

In questo modo le agenzie intendono ammonire gli investitori circa la marcata componente discrezionale che caratterizza il proprio giudizio e renderli edotti con riguardo alle differenze tra i *rating* e gli studi degli analisti finanziari i quali solo formulerebbero raccomandazioni ad acquistare, vendere o mantenere titoli finanziari. Inoltre, generalmente le agenzie evidenziano l'opportunità che ciascun investitore svolga le proprie ricerche e valutazioni in via autonoma sui titoli che esamina al fine di decidere la convenienza di eventuali compravendite o politiche di detenzione in quanto, nell'ottica delle agenzie, il *rating* è uno dei tanti strumenti – ma non l'unico – a disposizione degli investitori per valutare il rischio di credito di

[407] In realtà una pronuncia dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato esclude l'attitudine del voto di *rating* a promuovere l'immagine istituzionale di un emittente: AGCM, Provvedimento n. 6098 (PI1738) dell'11 giugno 1998, in *Boll*., 24, 1998.

[408] Così ci ricorda G.FACCI, *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, in *Contratto e impresa*, 2008, 171.

prodotti finanziari e, su tali basi, indirizzare le proprie scelte di investimento.

In sostanza, l'obiettivo delle agenzie è quello di chiarire che il *rating* è una semplice opinione proveniente da un soggetto indipendente, rimanendo invece responsabile delle politiche di investimento esclusivamente l'investitore[409].

Nonostante quanto indicato in precedenza, è noto che, nella mentalità comune, il giudizio di *rating* sui titoli emessi «*si pone come primo (e a volte unico) elemento di valutazione della rischiosità e, più in generale, della validità (*rectius*: redditività) di una determinata operazione*»410. Di conseguenza l'attribuzione di un *rating* non esaurisce i propri effetti nella sfera negoziale delle parti del rapporto contrattuale (*i.e.* agenzia ed emittente cliente), ma interagisce, indirettamente, anche sulla situazione giuridico patrimoniale di soggetti che, pur essendo terzi rispetto all'attività negoziale in osservazione, si relazionano in qualche modo con questa e ne subiscono le implicazioni[411].

Se quindi il *rating* rappresenta una risorsa informativa estremamente utile agli attori del mercato, i problemi sorgono allorché l'operazione economica realizzata sulla base di un determinato *rating* non dia i profitti attesi ovvero cagioni ad un soggetto delle perdite. In tali evenienze ci si domanda chi, tra l'agenzia di *rating* informante e l'investitore informato che è venuto lecitamente a conoscenza del voto, debba sopportare la perdita o il mancato guadagno, ed eventualmente in che misura[412].

2. Gli elementi costitutivi.

---

[409] G.FACCI, *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, in *Contratto e impresa*, 2008, 171.

[410] F.CAPRIGLIONE, *I «prodotti» di un sistema finanziario evoluto. Quali regole per le banche? (Riflessioni a margine della crisi causata dai mutui* sub-prime*)*, in *Banca e borsa*, 2008, I, 53.

[411] F.CAPRIGLIONE, *I «prodotti» di un sistema finanziario evoluto. Quali regole per le banche? (Riflessioni a margine della crisi causata dai mutui* sub-prime*)*, in *Banca e borsa*, 2008, I, 53.

[412] F.DRIGO, *La responsabilità delle agenzie di* rating *per il danno all'informato. L'esperienza statunitense*, in *Rass. dir. civ*., 2006, 507.

Da molto tempo il tema della «responsabilità da informazioni inesatte»[413], specie se fornite in un contesto di mercato, ha occupato dottrina e giurisprudenza, italiana e non.

Nonostante il dibattito affondi le proprie radici molto indietro negli anni, rimangono ancora oggi zone d'ombra e questioni interpretative aperte di varia natura, tanto da far ritenere tuttora attuale la considerazione secondo cui la responsabilità da informazioni inesatte galleggerebbe nella «*terra di nessuno tra contratto e fatto illecito*»[414]. Essa costituirebbe esempio tipico di quell'«*area di turbolenza ai confini tra responsabilità aquiliana e responsabilità contrattuale*» che nei primi anni Novanta ha attirato l'attenzione di autorevole dottrina italiana[415].

Per quanto concerne quella particolare informazione che è il *rating*, nell'ipotesi in cui quest'ultimo si riveli in tutto o in parte infondato o inesatto si è posta la questione di stabilire se sussista o meno una responsabilità della società di *rating* che l'ha prodotto (o che non l'ha aggiornato prontamente) nei confronti degli investitori che, facendo affidamento in buona fede sulle valutazioni espresse dall'agenzia, abbiano subito un pregiudizio patrimoniale a causa del grado di rischio dell'investimento diverso da quanto rappresentato.

Si anticipa sin d'ora che, ad avviso della dottrina oggi assolutamente prevalente[416], la responsabilità dell'agenzia di *rating* nei confronti degli investitori terzi rispetto al rapporto contrattuale che ha giustificato l'emissione del *rating* rientra nelle maglie della

---

[413] Su cui è stata di recente pubblicata anche una monografia: G.FACCI, *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, Zanichelli, Bologna, 2009.

[414] In tal senso F.BUSNELLI, *Itinerari europei nella "terra di nessuno tra contratto e fatto illecito": la responsabilità da informazioni inesatte*, in *Contr. e impresa*, 1991, 539 ss.

[415] L'espressione è di C.CASTRONOVO, *La nuova responsabilità civile*, Milano, Giuffré, 1997, 177 ss.; cfr. S.RANIERI, *La responsabilità da false informazioni*, in G.B.Portale (a cura di), *Le operazioni bancarie*, I, Milano, Giuffré, 1978, 257 ss.

[416] Nella letteratura italiana G.FACCI, *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, in *Contratto e impresa*, 2008, 164 ss.; F.CAPRIGLIONE, *I «prodotti» di un sistema finanziario evoluto. Quali regole per le banche? (Riflessioni a margine della crisi causata dai mutui* sub-prime*)*, in *Banca e borsa*, 2008, I, 53 ss.; R.INFRICCIOLI, *La responsabilità delle società di rating nelle operazioni di cartolarizzazione*, in *Mondo banc*., 2008, 43 ss.; A.PERRONE, *Le società di* rating, in *La società per azioni oggi. Tradizione, attualità e prospettive*, Atti del convegno di Venezia del 10-11 novembre 2006, Milano, Giuffré, 2007, 1039 ss.

categoria concettuale della responsabilità aquiliana *ex* art. 2043 c.c. proprio in quanto gli investitori sono terzi estranei al rapporto contrattuale tra emittente e agenzia di *rating*, sulla cui base il *rating* viene appunto emesso.

Le considerazioni della dottrina tradizionale non mutano nemmeno nell'ipotesi, molto meno frequente, in cui il *rating* non sia stato richiesto dall'emittente, ma sia stato assegnato su iniziativa della società di *rating* al di fuori di qualsiasi incarico (*unsolicited rating*). Anche in questo caso, infatti, non sussiste alcun vincolo contrattuale tra chi ha emesso il *rating* e l'investitore che lamenta il pregiudizio.

Tuttavia, sussistono anche impostazioni meno rigide al riguardo che, orientate verso una presunta tipicità della responsabilità delle agenzie di *rating*, ne sottolineano le peculiarità seppure nell'alveo della matrice extracontrattuale[417] oppure, in virtù del particolare *status* soggettivo di cui le agenzie godono, propendono per distaccarsi dallo schema concettuale *ex* art 2043 c.c. per ascriverla all'interno della categoria dogmatica della responsabilità da c.d. "contatto qualificato"[418], a contenuto quasi-contrattuale.

A prescindere da quale sia l'opzione interpretativa che verrà ritenuta ad oggi più attendibile, è necessario introdurre due premesse di principio.

Per un verso è proprio la responsabilità da informazioni inesatte una delle terre di elezione in cui si manifesta con maggior enfasi la crisi della tradizionale distinzione tra responsabilità contrattuale e responsabilità extracontrattuale, così come il definitivo superamento, sul versante aquiliano, della configurazione dell'ingiustizia del danno in termini di lesione di un diritto soggettivo assoluto e non anche degli interessi meritevoli di tutela risarcitoria.

Per altro verso è opportuno precisare sin d'ora che le tesi dottrinali che si sono occupate della responsabilità delle società di

---

[417] In termini generali sulle informazioni inesatte F.BUSNELLI, *Itinerari europei nella "terra di nessuno tra contratto e fatto illecito": la responsabilità da informazioni inesatte*, in *Contr. e impresa*, 1991, 539 ss.; con specifico riguardo ai rating inesatti M.MARIANELLO, *La responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti dei terzi risparmiatori*, in *Resp. civ*., 2008, 635 ss.

[418] Sebbene riferito agli analisti finanziari, ma volendo estensibile per i motivi addotti nel prosieguo anche al caso che qui ci occupa, A.MAZZONI, *Osservazioni in tema di responsabilità civile degli analisti finanziari*, in *Governo dell'impresa e mercato delle regole*, Scritti giudici per Guido Rossi, Giuffré, Milano, 2002, I, 621 ss.

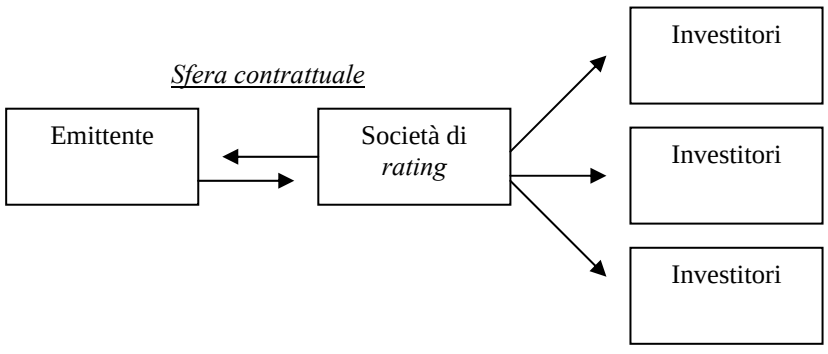
rating sono state avanzate in un momento storico in cui non erano ancora vigenti le prescrizioni del Regolamento UE sulle agenzie di *rating* ivi incluse, in particolare, quelle che impongono obblighi di registrazione, vigilanza e comportamento alle agenzie, anche se, a onor del vero, già erano previsti obblighi similari di registrazione ai sensi della normativa statunitense in materia di NSRO.

Prima di iniziare, in linea con la dottrina assolutamente maggioritaria, il percorso di analisi dei singoli elementi della fattispecie di cui all'art. 2043 c.c. alla luce delle peculiarità della responsabilità per *rating* inesatto, si rende necessaria una sorta di *summa divisio* di principio dei casi di possibile responsabilità in cui potrebbe incorrere una società di *rating* per aver emesso un *rating* infondato o inesatto o anche per aver mantenuto troppo a lungo un *rating* non più rispondente alla mutata realtà delle cose.

In termini generali possono individuarsi due diversi macroaree di responsabilità, con trattamento giuridico che potrebbe differire a seconda dell'ipotesi nel concreto integrata.

Una prima fattispecie, che ricorre più spesso, si ha quando convivono due diversi fasci di rapporti giuridici: il rapporto contrattuale fra società di *rating* ed emittente valutato (sulla cui base viene emesso il *rating* e poi monitorato ed eventualmente nel tempo revisionato) e i rapporti extracontrattuali fra società di *rating* e investitori terzi (sulla base del legittimo affidamento che questi ultimi ripongono nella genuinità e qualità del *rating* emesso dall'agenzia).

Graficamente questa prima ipotesi può essere rappresentata come segue:



Una seconda fattispecie, che ricorre molto più di rado, è quella in cui la società di *rating* emette un giudizio non richiesto dall'emittente (*unsolicited rating*)[419]. In questo caso viene meno il rapporto contrattuale fra società di *rating* ed emittente, il quale al più potrà considerarsi pregiudicato in via aquiliana ove ne ricorrano i requisiti, e allo stesso tempo si attenua l'affidamento che il pubblico degli investitori può legittimamente riporre nel *rating* emesso, essendo chiaro che in questa ipotesi il soggetto valutatore non avrà potuto esprimere il proprio parere sul merito creditizio dell'emittente sulla base di un ventaglio informativo completo bensì esclusivamente alla stregua delle informazioni pubbliche disponibili. Tale minore attendibilità dei *rating unsolicited* è dimostrata anche dalla remota utilizzabilità di tali giudizi a fini regolamentari.

Una ulteriore manifestazione di responsabilità della società di *rating* potrebbe darsi nel caso in cui al *credit rating* sia data valenza all'interno di contratti di finanziamento fra emittente e creditori ancorando ad esempio al suo abbassamento conseguenze negoziali sfavorevoli per l'emittente (cc.dd. *trigger clauses*)[420]. È evidente che anche in questo caso per un verso un abbassamento erroneo del *rating* sarebbe idoneo a produrre conseguenze ingiustamente negative per l'emittente (che dovrebbe far fronte ad eventuali *trigger clauses* o anche semplicemente all'incremento del costo dell'indebitamento presente e/o futuro) e, per altro verso, un erroneo mantenimento del *rating* inalterato (in ipotesi in cui invece il *rating* dovrebbe essere abbassato o innalzato) potrebbe danneggiare a seconda del caso il finanziatore (in caso di mancato abbassamento che avrebbe azionato le *trigger clauses*) , o il nuovo creditore (il quale, ove l'agenzia avesse decrementato il *rating*, avrebbe concesso credito a condizioni più prudenziali) o anche l'emittente (che in ipotesi, ove il *rating* fosse stato correttamente incrementato, avrebbe potuto beneficiare di un

[419] La minore accuratezza e precisione di tale tipo di *rating* (*unsolicited*) produce un affievolimento della responsabilità dell'agenzia che lo emette, cfr. M.MARIANELLO, *La responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti dei terzi risparmiatori*, in *Resp. civ*., 2008, 642.

[420] Accade sovente che nei contratti di finanziamento al *dowgrading* dell'emittente consegue l'azionamento di clausole contrattuali penalizzanti (cc.dd. *trigger clauses*), che prevedono ad esempio un'accelerazione del rimborso di finanziamenti in essere oppure l'obbligo di costituire garanzie.

miglioramento del trattamento negoziale in ordine alle modalità di rimborso dei debiti in essere)[421].

All'interno delle fattispecie generali sopra indicate devono poi considerarsi ulteriori elementi di specificazione ai fini di un giudizio di responsabilità esaustivo.

In particolare dovrà distinguersi l'ipotesi in cui l'agenzia di *rating* che emette la valutazione sul merito creditizio sia registrata negli Stati Uniti o nell'Unione europea e, di riflesso, sia soggetta a particolari forme di vigilanza preventiva e continuativa, il che è indice di più sicura genuinità e qualità nell'attribuzione dei *rating* e quindi giustifica un maggiore affidamento da parte degli investitori su tali giudizi, dai casi in cui, invece, i *rating* siano emessi da *credit rating agencies* estranee ai sistemi di registrazione e vigilanza ideati dalle legislazioni principali, circostanza che dovrebbe ragionevolmente indurre il pubblico dei risparmiatori a riporre una fiducia meno sicura nell'affidabilità di dette valutazioni.

Inoltre, a fini di completezza, può anche immaginarsi il caso in cui il *rating* venga assegnato ad un emittente dietro apposita richiesta di un investitore cliente dell'agenzia di *rating*, per esempio a seguito della sottoscrizione di un canone di abbonamento[422]. È piuttosto

---

[421] È evidente che, nell'ottica indicata nel testo, il *credit rating* assolve a funzioni di tutela dei terzi che entrano in contatto con gli enti societari oggetto di valutazione del merito creditizio perseguendo obiettivi non troppo dissimili da quelli realizzati in Europa con la normativa sul capitale sociale. Lo strumento del *rating*, infatti, potrebbe essere proposto de iure condendo come strumento alternativo al capitale per garantire ai creditori e ai terzi un monitoraggio costante della solvibilità dell'emittente in maniera trasparente e imparziale. Sulla funzione del capitale sociale allo stato attuale si veda, ex multis, G.FERRI JR., *Struttura finanziaria dell'impresa e funzioni del capitale sociale*, in *Riv. not*., 2008, 741 ss.; sul tema affine della funzionalità del capitale sociale agli scopi di garanzia del ceto creditorio anzidetti si vedano, anche qui in luogo di molti, le diverse posizioni di F.DENOZZA, *A che serve il capitale? (Piccole glosse a L. Enriques-J.R. Macey, Creditors versus Capital Formation: The Case Against the European Legal Capital Rules)*, in *Giur. comm*.., 2002, 585 ss. da un lato e di L.ENRIQUES, *Capitale sociale, informazione contabile e sistema del netto: una risposta a Francesco Denozza*, in *Giur. comm*., 2005, 607 ss., dall'altro lato.

[422] La fattispecie è nota alla giurisprudenza statunitense che, sulla responsabilità dell'agenzia di *rating* nei confronti dell'investitore che l'ha incaricata di emettere un determinato *rating*, si è pronunciata in più occasioni, tra cui *Henry Baumann v. The Bradstreet Company* (265 N.Y.S. 169 – 1933); *Globe Home Improvement Company v. Perth Amboy Credit Rating* (116 N.J.L. 168 – 1936); *Kleartone Transparent Produts Co. v. Dun & Broadstreet* (453 N.Y.S. 2d 433 - 1982); tutte riportate a

evidente che questa fattispecie, diffusa ai tempi in cui il *business* del *rating* era di natura *investors-paid*, è ad oggi piuttosto inusuale e, ove ricorresse, darebbe luogo a responsabilità contrattuale da inadempimento[423].

Ma veniamo ora all'esame dello schema fornitoci dall'art. 2043 c.c. per accertare l'eventuale responsabilità delle società di *rating*, analisi che deve svolgersi nel rispetto delle più moderne tesi emerse in materia a seguito della rinomata pronunzia giurisprudenziale Cass., sez. un., n. 500 del 1999[424].

È noto che, in base alla ricostruzione citata, per verificare la sussistenza di una responsabilità aquiliana occorre la presenza dei seguenti elementi: (i) la sussistenza dell'*eventus damni*, e quindi di un evento economicamente pregiudizievole in termini di danno patrimoniale; (ii) che tale danno sia connotato dal profilo dell'ingiustizia, e quindi venga leso un interesse meritevole di tutela secondo l'ordinamento giuridico; (iii) che sussista un nesso eziologico fra evento dannoso e condotta dell'autore; e (iv) che sussistano i criteri di rimproverabilità della condotta.

---

nalizzata da F.DRIGO, *La responsabilità delle agenzie di* rating *per il danno all'informato. L'esperienza statunitense*, in *Rass. dir. civ*., 2006, 518; cfr. P.GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, Milano, Giuffré, 2008, 414 ss.

[423] Su questi temi A.PERRONE, *Le società di* rating, in *La società per azioni oggi. Tradizione, attualità e prospettive*, Atti del convegno di Venezia del 10-11 novembre 2006, Milano, Giuffré, 2007, 1025 e, nella letteratura straniera, M.HABERSACK, *Rechtsfragen des Emittenten-Ratings*, in *ZHR* 169, 2005, 202 ss.; G.OELLINGER, *Die Haftung für Ratings*, Wien, 2005, 93 ss.; J.HENNRICHS, *Haftungsrechtliche Aspekte des Ratings, in Festschrift für Walther Hadding,* Berlin, 2004, 878 ss.; E.VETTER, *Rechtsprobleme des externen Ratings,* in *WM*, 2004*,* 1705 ss.; J.WITTE-B.HRUBESCHE, *Rechtsschutzmöglichkeiten beim Unternehmens-Ratings,* in *ZIP*, 2004, 1349 ss.; E.WYMEERSCH-M.KRUITHOF, *Regulation and Liability of Credit Rating Agencies under Belgian Law*, *Financial Law Institute Working Paper* 2006-05, in *www.ssrn.com*,18 ss.

[424] La sentenza Cass. S.U., 22 luglio 1999, n. 500, in *Banca e borsa*, 2000, II, 10, ha fatto proprio l'orientamento secondo cui il danno ingiusto *ex* art. 2043 c.c. deve oggi configurarsi in termini di clausola generale. Lo schema d'analisi di seguito utilizzato per scomporre la fattispecie in disamina deve essere letto in senso neutrale ai fini dell'indagine circa la sussistenza di una qualche responsabilità civile delle agenzie di rating e non deve già *ex ante* veicolare, in un senso piuttosto che in un altro, i risultati dell'indagine stessa. Sul punto preziosi sono gli spunti di M.BARCELLONA, *Funzione e struttura della responsabilità civile: considerazioni preliminari sul «concetto» di danno aquiliano*, in *Riv. critica dir. priv*., 2004, 211 ss.

Tale struttura ermeneutica, sebbene delineata in sede di esame della risarcibilità di interessi legittimi, in virtù della sua valenza generale deve essere seguita anche nella presente indagine, nel rispetto ovviamente delle peculiarità della fattispecie indagata.

Si rimanda ad un paragrafo successivo l'esposizione della tesi, ad oggi minoritaria, secondo cui la responsabilità delle agenzie di *rating* per informazioni inesatte nei confronti dei terzi debba considerarsi di natura contrattuale, seguendo quell'orientamento che, nel contesto della responsabilità professionale, tende ad applicare nei confronti dei terzi la responsabilità da c.d. «contatto sociale».

3. (segue): l'ingiustizia del danno da informazione erronea (percorsi evolutivi).

Come è avvenuto anche nei recenti scandali finanziari, l'ipotesi più ricorrente in cui si è discusso di una responsabilità delle società di *rating* è il caso in cui, pur dotato di un *rating* altamente positivo (appartenente alla finestra valutativa *investment grade*), l'emittente valutato sia divenuto d'improvviso insolvente, con evidente pregiudizio delle posizioni sociali o creditorie degli investitori i quali, nella scelta d'investimento che li aveva portati ad acquistare i titoli dell'entità fallita, avevano principalmente fatto affidamento sul giudizio positivo (erroneamente) rilasciato dall'agenzia.

Sebbene quello delineato sia lo scenario più ricorrente e indagato dalla dottrina, in astratto potrebbero prospettarsi anche ulteriori ipotesi di responsabilità come, ad esempio, quella derivante da un presunto pregiudizio conseguente non tanto a un investimento realizzato quanto a una scelta di non procedere ad un determinato investimento a causa di un *rating* negativo del titolo poi successivamente rivelatosi infondatamente orientato verso il basso. In questa circostanza potrebbe essere lamentata una lesione in senso negativo della libertà contrattuale dell'investitore, il quale sarebbe stato indotto a non concludere un'iniziativa di investimento che, invece, avrebbe altrimenti concluso ove la valutazione fosse stata corretta. In detta fattispecie l'evento di danno sarebbe rappresentato

dall'entità del guadagno che l'investitore avrebbe altrimenti ricavato ove avesse posto in essere l'investimento[425].

Inoltre potrebbe porsi l'ipotesi in cui il pregiudizio sia lamentato dall'emittente nel caso di *rating* negativo assegnato su iniziativa dell'agenzia. In questa fattispecie, si pone il problema non solo della lesione della libertà contrattuale dell'investitore ma anche del pregiudizio alla reputazione economica dell'emittente valutato. Infatti, l'*eventus damni* lamentato dall'emittente comprende sia il pregiudizio conseguente al comportamento degli investitori, indotti a non sottoscrivere/acquistare o a vendere i titoli oggetto di *rating* indebitamente negativo, sia quello derivante dalla lesione in generale della reputazione economica dell'emittente medesimo nonché, in taluni casi, i danni direttamente conseguenti all'eventuale azionamento di *trigger clauses* negoziali o all'incremento dei tassi di interesse relativi ai finanziamenti in essere o futuri.

Le ipotesi concrete possono poi complicarsi ulteriormente, potendosi ad esempio porre il caso di un investitore storico il quale, in ragione del *rating* negativo assegnato colposamente dalla società di *rating*, decida di dismettere i prodotti finanziari detenuti per un corrispettivo inferiore al valore reale del titolo. E così discorrendo.

Oggetto della presenta analisi sarà in particolare la prima delle fattispecie indicate (*i.e. rating* colposamente positivo in ipotesi di società poi dichiarata insolvente), considerato che questo è il caso nettamente più ricorrente e che tutte le ulteriori ipotesi esaminate sono accomunate dall'identico accertamento dell'elemento soggettivo della rimproverabilità della condotta in capo all'agenzia che ha effettuato la valutazione[426].

Nell'ipotesi che qui interessa, in cui la responsabilità della società di *rating* è invocata dall'investitore indotto a sottoscrivere prodotti finanziari dal rendimento inferiore a quello aspettato sulla base del *rating* espresso dall'agenzia, l'*eventus damni* è costituito dalla perdita patrimoniale subita dall'investitore.

---

[425] Su tale ipotesi si rimanda a G.FACCI, *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, in *Contr. e impresa*, 2008, 164. Sulla lesione della libertà contrattuale in senso negativo, App. Milano, 14 gennaio 1975, in *Arch. civ*., 1975, 894; Trib. Roma, 21 gennaio 1989, in *Corr. giur*., 1989, 860.

[426] G.FACCI, *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, in *Contr. e impresa*, 2008, 164.

Con maggiore precisione: tale pregiudizio è generalmente rappresentato dall'importo impiegato nell'investimento al netto della sommatoria fra il valore attuale dei prodotti finanziari acquistati e l'importo di interessi e capitale eventualmente già percepito[427], oppure nella differenza tra la somma pagata per l'acquisto (come sopra determinata) e quella inferiore percepita in sede di alienazione, che potrebbe addirittura azzerarsi in alcuni casi di procedure concorsuali.

In ogni caso, in ipotesi di responsabilità dell'agenzia di *rating,* ai fini della quantificazione del danno devono essere tenute in considerazione anche altre circostanze rilevanti tra cui, *inter alia*, l'eventuale concorso di colpa dell'investitore *ex* art. 1227 del codice civile. In argomento, statuendo in merito al concorso del fatto colposo di taluni investitori per la perdita dei propri risparmi a causa dell'omessa vigilanza della Consob, la Corte di Cassazione ha di recente osservato (sentenza n. 4587 del 25 febbraio 2009) che, in tale fattispecie, «*è ravvisabile, ai sensi dell'art. 1227, commi 1 e 2, c.c., un concorso del fatto colposo degli investitori nel caso di diffusione di notizie di stampa che rilevino la particolare rischiosità dell'investimento […] dal momento che l'investitore prudente deve valutare anche il contenuto delle notizie di stampa, deve attivarsi per verificarne la corrispondenza al vero ed eventualmente non investire nell'operazione o provvedere a disinvestire prontamente i capitali, evitando o limitando le perdite lamentate, ciò a prescindere dal dovere della stessa Autorità di attivare autonomamente e successivamente i poteri repressivi e di vigilanza*»[428].

---

[427] In questo senso circa la responsabilità dell'intermediario per violazione dei doveri informativi, in merito all'operazione di sottoscrizione di obbligazioni argentine, Trib. Milano, 28 marzo 2007, in *Resp. civ*., 2007, 953.

[428] Cass. 25 febbraio 2009, n. 4587, in *Giur. it*., 2009, 2307 ss.; in dottrina sul punto *ex multis* M.CLARICH, *La responsabilità della Consob nell'esercizio della funzione di vigilanza: due passi oltre la sentenza della Cassazione n. 500/99*, in *Danno e resp*., 2002, 223 ss.; F.VELLA, *La responsabilità civile delle autorità di vigilanza sui mercati finanziari: alla ricerca di un equilibrio tra "immunità" e tutela degli investitori*, in *AGE*, 2002, 295 ss.; G.GIACALONE, *Prospetto non veritiero e responsabilità della CONSOB*, in *Giust. civ*., 2001, 913 ss.; M.D'AURIA, *La responsabilità civile della Consob. Profili civilistici*, in *Giur. it*., 2001, 2269 ss.; A. NIUTTA–P.D. JOVINO, *La responsabilità della Consob nell'ipotesi di omessa vigilanza su una sollecitazione del pubblico risparmio con emissione di "titoli atipici"*, in *Dir. banc*., 2001, 535 ss.; M.PINARDI, *La responsabilità per danni da informazione nel mercato finanziario*, in *Nuova giur. civ. comm*., 2002, 349 ss.; P.MONTALENTI, *Responsabilità civile e mercato finanziario: organo di controllo e*

Il bene giuridico la cui violazione è lamentata dall'investitore che si asserisce pregiudicato da un *rating* inadeguato rispetto alla situazione economica, patrimoniale e finanziaria reale dell'emittente è la propria "*libertà contrattuale*". Si è soliti sostenere che la società di *rating*, mediante l'assegnazione di un *rating* inesatto, avrebbe interferito nella libera determinazione dell'attività negoziale dell'investitore avendone alterato il ciclo corretto di determinazione della propria volontà, dal momento che egli riponeva un legittimo affidamento nella genuinità del giudizio emesso dall'agenzia e di riflesso nella solvibilità dell'emittente valutato. È evidente che, per aversi responsabilità dell'agenzia di *rating*, la comunicazione di informazioni economiche false o erronee deve sempre costitutire la causa di induzione in errore del percettore (o del destinatario?) della notizia, il quale in conseguenza di ciò opera scelte negoziali o comunque giuridico-economiche che si riveleranno per lui pregiudizievoli[429].

Segnatamente si deve verificare se l'affidamento riposto dall'investitore sulla solvibilità dell'emittente, nei termini ingenerati dalla valutazione di merito indebitamente generosa dell'agenzia, sia meritevole di tutela, ossia se il danno subito dall'investitore terzo rispetto alla società di *rating* a causa dell'incolpevole affidamento riposto nel giudizio abbia o meno i connotati dell'ingiustizia[430].

---

false informazioni da prospetto, in *AGE*, 2002, 255 ss; A.PERRONE, *Falsità del prospetto e responsabilità civile della Consob*, in *Banca e borsa*, II, 2002, 10 ss.; A.PALMIERI, *Una fase di transito per la responsabilità delle «authorities»*, in *Foro it*., 2008, I, c. 3223 ss.

[429] Il principio sopra esposto è espresso, sebbene con riferimento al caso della responsabilità della banca per informazioni inesatte, da A.LUMINOSO, *Responsabilità civile della banca per false o inesatte informazioni*, in *Riv. dir. comm*., 1984, I, 204.

[430] Preziose sono al riguardo le considerazioni svolte da V.CARIDI, *La responsabilità degli analisti finanziari tra contratto e fatto illecito dopo il recepimento delle direttive Market Abuse e Mifid*, in *L'attuazione della direttiva Mifid* a cura di L.Frediani e V.Santoro, Milano, Giuffré, 2009, 155 ss., secondo il quale le regole di diritto positive che hanno introdotto obblighi organizzativi e di condotta in capo agli analisti finanziari (ma il discorso può essere agevolmente esteso al caso delle società di *rating*) hanno ormai assunto la valenza di un vero e proprio statuto generale del professionista del mercato finanziario con la conseguenza che il danno patito dall'investitore – anche se "terzo remoto" rispetto all'attività svolta dall'analista finaznairio – «*sarà allora ingiusto per il solo fatto di essere conseguito alla*

A tali fini è prodromico operare un giudizio di bilanciamento tra gli interessi contrapposti, nel senso che per accertare l'ingiustizia del danno dovrà procedersi ad una comparazione degli interessi in conflitto, e cioè dell'interesse effettivo del soggetto che si afferma danneggiato, e dell'interesse che il comportamento lesivo dell'autore del fatto è volto a perseguire, al fine di accertare se il sacrificio dell'interesse del soggetto danneggiato trovi o meno giustificazione nella realizzazione del contrapposto interesse dell'autore della condotta, in ragione della sua prevalenza[431].

Ciò significa acclarare in quale misura, e a quale scopo, l'ordinamento giuridico esprime una determinata tutela, sebbene in ambiti diversi da quelli in conflitto, e poi effettuare una comparazione fra gli interessi in gioco per vedere quale prevalga[432].

Nel caso di specie le agenzie di *rating* sono solite trincerarsi dietro petizioni di principio volte a sostenere una presunta tutela costituzionale della libertà dei propri giudizi all'interno delle maglie della libertà di stampa e, più nello specifico, delle tutele riservate all'attività giornalistica in materia finanziaria.

Tale espediente è diffuso nell'esperienza giurisprudenziale statunitense formatasi in materia. In particolare è stata invocata dalle agenzie di *rating* dinanzi alle Corti statunitensi l'applicabilità ai *rating* da loro emessi del Primo Emendamento della Costituzione americana, o di altre norme ordinarie attuative del principio di libera manifestazione del pensiero (come ad es. lo Shield Act dello Stato di New York), con esiti tra loro contrastanti[433]. Seguendo tale

---

violazione delle norme poste a protezione di tali interessi e sarà dunque risarcibile in quanto conseguenza di un fatto illecito».

[431] In questi termini Cass. S.U., 22 luglio 1999, n. 500, in *Banca e borsa*, 2000, II, 10.

[432] M.FRANZONI, *L'illecito*, in *Tratt. resp. civ*., diretto da Franzoni, Milano, Giuffré, 2004, 914.

[433] Come scrive M.TONELLO, *Le agenzie di* rating *finanziario. Il dibattito su un modello economico esposto al rischio di conflitti di interessi. Verso un sistema pubblico di controllo?*, in *Contr. e impresa*, 2005, 939-40, nel caso *In re Fitch, Inc., Docket* Nos. 03-7062, 03-7076 (2d Cir. *May* 21, 2003) la Corte non ha escluso in termini generali l'applicabilità alle agenzie di rating dello Shield Act, ma ha ritenuto nel caso concreto che i criteri di applicabilità non erano soddisfatti dall'agenzia Fitch in quanto «*1) the information disseminatine activity of Fitch did not seem to be based on a judgment about newsworthiness, but rather on clients needs; and 2) Fitch's level of involvement with the client's transactions is not typical of the*

impostazione, verrebbero a contrapporsi l'interesse costituzionalmente protetto delle agenzie alla libera manifestazione del proprio pensiero (art. 21 Cost. it.), da un lato, e quello alla protezione del risparmio degli investitori (art. 47 Cost. it.), dall'altro lato.

Nel concreto andrà accertato se «*il sacrificio dell'interesse del soggetto danneggiato trovi o meno giustificazione nella realizzazione del contrapposto interesse dell'autore della condotta, in ragione della sua prevalenza*»[434].

Ciò vale a dire che occorrerà verificare se, ai sensi del diritto italiano, l'affidamento incolpevole del risparmiatore nella genuinità, correttezza e qualità delle informazioni rese da un soggetto dalla *reputazione* particolarmente attendibile quale è l'agenzia di *rating* trovi un grado di protezione sufficiente ovvero sia destinato a cedere dinanzi ai principi di libertà di informazione[435].

---

relationship between a journalist and the activities upon which the journalist reports».

[434] Cass. S.U., 22 luglio 1999, n. 500, in *Banca e borsa*, 2000, II, 10.

[435] Sul punto è stato osservato da S.MARULLO DI CONDOJANNI, *Le valutazioni del merito del credito: modifiche all'art. 69-decies reg. Consob 11971/1999*, in *Disciplina dei mercati finanziari e tutela del risparmio*, a cura di F.Martorano e V.De Luca, Giuffré, Milano, 2008, 160, come «*nel conflitto tra interessi in gioco, parrebbe dunque prevalere l'affidamento del cliente, rispetto alla libertà di diffondere liberamente le valutazioni sul merito di credito*». È poi condivisibile l'opinione di G.FACCI, *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, in *Contr. e impresa*, 2008, 187 ss., ad avviso del quale appare poco convincente il richiamo che le agenzie di *rating* sempre fanno al principio costituzionale di libera manifestazione del pensiero al fine di escludere ogni responsabilità, e giustificato sulla base del presupposto che il rating sarebbe soltanto una semplice opinione. Si consideri, infatti, che il legislatore ha esteso gli obblighi di trasparenza e correttezza, previsti per i soggetti che producono studi o raccomandazioni, anche ai giornalisti che diffondono notizie sugli strumenti finanziari, rinviando in ogni caso alle norme di autoregolamentazione proprie di detta professione, per l'attuazione di tali doveri. Può essere utile richiamare l'orientamento dei servizi giornalistici che presuppongono o diffondono verifiche delle caratteristiche qualitative di un prodotto o di più prodotti tra loro fungibili. Anche in questo caso, la diffusione di informazioni errate può pregiudicare la libertà contrattuale ed anche in questa ipotesi il diritto di chi pubblica o divulga tali indagini è fondato sull'art. 21 cost. Tali indagini, tuttavia, sono considerate perfettamente lecite ove le prove merceologiche siano condotte con diligenza, serietà ed obbiettività. Pertanto, il discrimine tra liceità ed illiceità è individuabile nella serietà e scientificità del metodo seguito in sede di analisi comparativa tra prodotti diversi, mentre l'erroneità delle informazioni potrà far sorgere la responsabilità soltanto se conosciuta o conoscibile dal giornalista di media preparazione. In altri termini,

Ove poi la condotta del soggetto che ha diffuso le informazioni inesatte sia connotata dall'elemento soggettivo del dolo, non v'è dubbio che il danno abbia i caratteri dell'ingiustizia[436].

Ma esaminiamo adesso il caso della condotta colposa da parte delle agenzie poiché il dolo è ipotesi nel concreto residuale e peregrina.

Nel nostro sistema di diritto è piuttosto dibattuto se esista un diritto del singolo all'esattezza dell'informazione fornita da altri. Ha assunto una certa notorietà in materia una tripartizione di principio avanzata agli inizi degli anni Novanta, secondo cui può distinguersi «*tra informazione come consiglio amichevole, informazione come "servizio" e informazione come (elemento confluente in un) "prodotto", e* [se] *si riferisce partitamente a ciascuna di queste tre ipotesi il tema della inesattezza dell'informazione, si perviene agevolmente alla conclusione che, mentre nella prima ipotesi di regola il danno è tendenzialmente sempre ingiusto (nei termini e nei limiti determinati dal legislatore), un vero e proprio problema – aperto – di individuazione dell'ingiustizia del danno si pone per l'ipotesi centrale*»[437].

Ciò posto a livello di principio, in ipotesi di pregiudizio della libertà contrattuale derivante dall'aver riposto fiducia in false informazioni si tende a tutelare l'affidamento del terzo ove l'informazione provenga da un soggetto dotato di un particolare *status* che, rendendo attendibile l'informazione resa, ingenera un particolare affidamento nella serietà e veridicità dell'informazione stessa.

La giurisprudenza, ad esempio, ha affermato la sussistenza di un obbligo di fornire informazioni esatte per chi svolge professionalmente attività di raccolta e diffusione di informazioni di carattere economico. Ciò è affermato nella sentenza della Cassazione n. 94 del 6 gennaio 1984, ove è statuito che «*sussiste a carico di un'organizzazione che svolge il compito di fornire informazioni*

---

l'interesse a non subire interferenze nella propria attività contrattuale prevale allorché la pubblicazione di dati non presenti quel minimo di rigore scientifico che si impone nell'esercizio del diritto di cronaca oppure se, nonostante il rigore del metodo seguito, i risultati sono palesemente errati e l'errore sia riconoscibile da un professionista di media preparazione.

[436] Così F.GALGANO, *Le mobili frontiere del danno ingiusto*, in *Contr. e impresa*, 1985, 11 ss.

[437] F.BUSNELLI, *Itinerari europei nella "terra di nessuno tra contratto e fatto illecito": la responsabilità da informazioni inesatte*, in *Contr. e impresa*, 1991, 554.

commerciali la responsabilità per danni cagionati a terzi, ex art. 2043, qualora, pur senza formulare apprezzamenti o giudizi negativi sulla moralità della persona (fisica o giuridica) sulla quale fornisce le informazioni stesse, riferisca una situazione non corrispondente al vero, costituendo la divergenza tra la situazione reale e quella risultante dall'informazione una violazione delle comuni norme di prudenza e di diligenza occorrenti nella ricerca della fonte dell'informazione»[438].

Il tema della responsabilità di soggetti dotati di particolari coefficienti di attendibilità nel fornire informazioni a terzi interessati gode, in Italia, di una diffusa casistica applicativa e, forse anche per questo motivo, ha suscitato l'attenzione e l'approfondimento della dottrina civilistica da lungo tempo. Nei casi di responsabilità per diffusione di informazioni economiche errate la notizia (o la valutazione) che è oggetto di comunicazione è causa remota di una operazione economica pregiudizievole dei fini che l'agente si era proposto di realizzare[439].

La responsabilità dell'antenato storico delle società di *rating* (*i.e.* le *agenzie di informazioni commerciali*), in effetti, è stato argomento ampiamente indagato già prima dell'entrata in vigore del codice civile del 1942 tanto da aver suscitato numerosi contributi sia della dottrina specialistica dell'epoca[440] sia della giurisprudenza italiana di merito[441].

L'utilità economico-sociale della funzione svolta dalle agenzie di informazioni commerciali aveva indotto la dottrina e la giurisprudenza del tempo a sposare un indirizzo restrittivo della loro responsabilità per informazioni inesatte, volto a circoscriverla a casi ben determinati, tanto da aver portato taluno a sostenere che «*bisogna essere indulgenti* [con le agenzie di informazioni] *se non si vuole*

---

[438] Cass., 6 gennaio 1984, n. 94, in *Mass. Foro it*., 1984.

[439] Si veda al riguardo G.ALPA, *Diffusione di informazioni economiche e problemi di responsabilità civile (in margine alla violazione del segreto bancario)*, in *Banca e borsa*, 1977, I, 39 ss.

[440] M.ZIINO, *Le informazioni commerciali nel diritto privato*, *Società editrice libraria*, Roma, 1907, 4 ss.; E.MASSARI, *Le agenzie di informazioni e il delitto di diffamazione*, negli *Studi in onore di C.Fadda*, *Stab. Tip. Luigi Pierro e Figlio*, Napoli, 1905, 123 ss.; A.DI NOLA, *Le agenzie di informazioni commerciali e la loro responsabilità civile*, in *Riv. dir. comm*., 1904, I, 351 ss.

[441] App. Milano, 28 luglio 1896, in *Ann. Giur. it*., XXXX, III, 338; Trib. Messina, 6 luglio 1906, in Riv. dir. comm., 1907, II, 80.

impedire l'esistenza di istituzioni così utili e benemerite dell'attività commerciale»[442].

Di lì a poco, tuttavia, un'ideologia così liberistica della regolamentazione degli operatori del mercato e della loro responsabilità andava progressivamente tramontando e, per l'effetto del cambiamento di approccio, si assisteva alle prime meditate riflessioni in merito alla ricostruzione dogmatica della responsabilità da informazioni inesatte[443].

Terreno fertile in cui si è manifestato tale cambiamento di prospettiva e in cui si è conseguentemente sviluppato il dibattito dottrinale e giurisprudenziale in materia di responsabilità "*per (o da) false o erronee informazioni*" fornite da un soggetto altamente qualificato è stato il settore bancario e segnatamente la responsabilità degli istituti di credito per diffusione o rivelazione di notizie riservate, per omissione di informazioni doverose e, in particolare, per la *comunicazione di informazioni inesatte*. Tra i casi più ricorrenti in cui si è posto il tema della responsabilità per aver fornito informazioni erronee si riscontra quello in cui l'impresa bancaria mette in circolazione un'informazione contenente un giudizio o una valutazione «*in cui la banca fornisce assicurazioni sulla solvibilità o solidità economica del cliente oppure sulla di lui correttezza commerciale o sulla puntualità nei pagamenti (senza prestare, ben si intende, alcuna garanzia fideiussoria in favore del richiedente l'informazione)*»[444]. In tali circostanze una verifica circa la

---

[442] M.ZIINO, *Le informazioni commerciali nel diritto privato*, *Società editrice libraria*, Roma, 1907, 21; ampi riferimenti in G.ALPA, *Diffusione di informazioni economiche e problemi di responsabilità civile (in margine alla violazione del segreto bancario)*, in *Banca e borsa*, 1977, I, 49 ss.; ciò nonostante si registrava già all'inizio del ventesimo qualche sporadica prinunzia giurisprudenziale atta a precisare i controni della responsabilità dell'agenzia commerciale per informazioni inesatte. Al riguardo si segnala il Trib. Messina, 6 luglio 1906, in *Riv. dir. comm*., 1907, II, 80 nella parte in cui afferma «*gratuita o non l'opera dell'informatore – sottolinea la corte – egli* [l'informante] *è tenuto ad indagare con diligenza e cura, le quali solo possono esonerarlo da responsabilità* ».

[443] In termini generali L.MOSSA, *La responsabilità del mandatario per consiglio*, in *Riv. dir. comm*., 1916, II, 261 ss.; G.MOLLE, *Responsabilità del banchiere per consiglio o raccomandazione nell'acquisto di azioni o obbligazioni*, in *Banca e borsa*, 1935, II, 39 ss.

[444] A.LUMINOSO, *Responsabilità civile della banca per false o inesatte informazioni*, in *Riv. dir. comm*., 1984, I, 194. In termini generali sul tema del coordinamento tra diritto alla riservatezza e diritto all'informazione cfr. L.ROSSI CARLEO, *Il diritto*

responsabilità della banca assume necessariamente contorni sfumati in quanto le informazioni che si traducono in giudizi o valutazioni, sebbene siano fondate su fatti, non sfuggono ad una interpretazione soggettiva dei fatti medesimi da parte dell'autore dell'informazione. Inoltre, l'esame dei vari fattori suscettibili di provocare l'erroneità del giudizio – e in particolare la distinzione tra i casi in cui l'errore di valutazione dipende dall'acquisizione di notizie inesatte sui fatti storici e quello in cui invece si verifica nel momento più squisitamente valutativo di tali fatti – rende ancor meno agevole stabilire quando il giudizio erroneo assuma i connotati della rimproverabilità[445].

Si noti bene che l'indagine intesa ad appurare se l'informazione fornita sia erronea non deve essere confusa con quella relativa alla colpevolezza dell'autore dell'informazione. L'erroneità dell'informazione costituisce infatti un mero elemento oggettivo della fattispecie di responsabilità in disamina e la sua presenza non implica necessariamente il dolo o la colpa dell'informante, potendo ben accadere che questi abbia fornito un'informazione inesatta inconsapevolmente e nonostante l'uso di un grado di diligenza corrispondente a quello richiesto dalla legge. Trattandosi di *elemento oggettivo* della fattispecie di illecito, la sua mancanza, escludendo senz'altro la configurabilità di una responsabilità in capo all'autore dell'informazione, renderà superflua ogni successiva indagine sulla sua *colpevolezza* e ciò assume una particolare importanza pratica nel caso di giudizi rispetto ai quali l'organo giudicante non sia riuscito a raggiungere un pieno convincimento in ordine all'inesattezza dell'informazione con la conseguenza che, in applicazione della regola di giudizio *ex* art. 2697 c.c., sarà chiamato a rigettare la domanda di risarcimento danni[446].

In ordine al grado di rimproverabilità della condotta dell'informante, è stato osservato come il debitore debba attenersi «*alle comuni norme di prudenza e diligenza occorrenti nella ricerca*

---

all'informazione nei suoi aspetti privatistici, in *Riv. dir. civ*., 1984, II, 129 ss.; più di recente V.SANTORO, *La responsabilità delle banche nello scambio reciproco di informazioni e nei servizi di corrispondenza*, negli *Scritti in onore di Vincenzo Buonocore*, Giuffré, Milano, 2005, 1649 ss.

[445] A.LUMINOSO, *Responsabilità civile della banca per false o inesatte informazioni*, in *Riv. dir. comm*., 1984, I, 195.

[446] A.LUMINOSO, *Responsabilità civile della banca per false o inesatte informazioni*, in *Riv. dir. comm*., 1984, I, 196.

della fonte dell'informazione» (cfr. Cass., 6-1-1984, n. 94), e ciò varrebbe a dire che ove la fornitura di informazioni ricada nelle maglie dell'attività caratteristica dell'informante il maggiore affidamento che il percettore della notizia è indotto a riporre nell'attività informativa esige un'adeguata protezione mediante il ricorso all'art. 1176, comma 2, c.c. a norma del quale nell'adempimento di obbligazioni inerenti all'esercizio di un'attività professionale la diligenza deve valutarsi con riguardo alla natura dell'attività esercitata[447].

Da ciò consegue che per accertare l'inadempimento di chi si è impegnato a fornire informazioni, il contenuto della prestazione va guardato sotto il profilo della serietà delle informazioni che sono state fornite in relazione al modo in cui furono assunte dato che se non si può pretendere una veridicità assoluta, si ha però diritto a notizie serie, che non si risolvano cioè in giudizi superficiali irresponsabilmente dispensati (Cass. 12 luglio 1957, n. 2481; Cass. 4 giugno 1962, n. 1342).

Non deve tuttavia trascurarsi che, nelle ipotesi in cui l'informante abbia fornito i propri giudizi, occorrerà di volta in volta stabilire se tale attività abbia o meno comportato la soluzione di *problemi tecnici di speciale difficoltà* ai sensi dell'art. 2236 c.c., in quanto in caso affermativo appare corretto estendere all'informante la disciplina di favore che la norma citata detta per i prestatori d'opera intellettuale in generale e, per l'effetto, circoscrivere la sua responsabilità per danni ai casi di *dolo* o *colpa grave*.

In ogni caso, la responsabilità dell'informante (sia esso una banca o altro soggetto istituzionalmente deputato a tale ordine di attività) non deriva dalla pura e semplice inesattezza delle informazioni comunicate, bensì dalla negligenza nell'attività di assunzione e di monitoraggio delle notizie, e quindi la finalità dell'obbligazione "di mezzi" in capo al medesimo non è quella di fornire elementi certi sul buon esito delle operazioni commerciali cui le informazioni si riferiscono ma quella di rendere le informazioni che è ragionevolmente possibile cogliere o formulare con rigorosa e

[447] A.LUMINOSO, *Responsabilità civile della banca per false o inesatte informazioni*, in *Riv. dir. comm*., 1984, I, 199 ss.

oculata indagine (Cass. 12 luglio 1957, n. 2481; Cass. 4 giugno 1962, n. 1342)[448].

Per giudicare sulla colpevolezza del soggetto informante, assume rilievo centrale accertare se l'informazione trasmessa possa o meno considerarsi fornita al percettore del tutto gratuitamente e a titolo di mera cortesia, dal momento che in tale ipotesi dovrebbero ragionevolmente trovare applicazione analogica i criteri posti dalla legge con riferimento a taluni contratti tipici (cfr. art. 1719, comma 1°, per il mandato e art. 1768, comma 2, per il deposito). Si noti bene, in ogni caso, che la *gratuità* dell'informazione non potrà essere affermata *tout court* sulla base della sola constatazione che l'informante (sia esso una banca o altro soggetto dotati di particolari requisiti di profesisonailità, ivi inclusa dunque la società di *rating*) non avesse un preciso obbligo giuridico di fornirla e che a fronte di tale prestazione non fosse stato richiesto un apposito corrispettivo. Ciò che è necessario valutare, infatti, è se l'informazione sia una di quelle che, per tipo od oggetto, vengono tipicamente fornite dall'informante nel corso della propria attività caratteristica, con l'effetto che in detti casi la prestazione informativa verrebbe a costituire implicitamente un servizio accessorio e connesso al rapporto contrattuale di base che ha originato la messa a disposizione delle informazioni.

Per quanto poi attiene all'onore probatorio, nel caso in cui la prestazione informativa abbia avuto ad oggetto la (negligente) valutazione circa la solvibilità di un determinato imprenditore, l'informante (colpevole) è tenuto al risarcimento del danno cagionato solo «*ove risulti che furono le favorevoli assicurazioni ricevute ad indurre il richiedente a concludere l'affare (...) e che senza di esse, e senza l'affidamento conseguentemente ripostovi, egli non avrebbe posto in essere l'operazione*»[449]. Ciò non toglie che, in termini generali, nel mondo degli affari ognuno deve informarsi e non riporre affidamento ingiustificato nella dichiarazioni altrui (o pretendere che altri si astenga dal dichiarare cose inesatte) e, pertanto, nel valutare l'incidenza causale di un'informazione inesatta occorre tener conto anche della particolare situazione soggettiva in cui versa il destinatario dell'informazione erronea alla luce della componente di rischio e di

[448] In argomento anche F.RANIERI, *La responsabilità da false informazioni*, in *Banca e borsa*, 1976, I, 630 ss.
[449] A.LUMINOSO, *Responsabilità civile della banca per false o inesatte informazioni*, in *Riv. dir. comm*., 1984, I, 208.

incertezza che strutturalmente caratterizza le operazioni commerciali[450].

Infine, è opportuno considerare che gli espedienti a cui ricorrono gli operatori professionali (banche, agenzie di *rating*, ecc.) per limitare la propria responsabilità da informazione inesatte – e segnatamente l'ampio utilizzo di formule (*disclaimer*) di svuotamento della responsabilità dell'informante (ad es. "*informazioni assunte per vostro conto e rischio*") – devono essere vagliate alla luce dei precetti contenuti nella disciplina sulle clausole di esonero di responsabilità di cui all'art. 1229 c.c., anche se in ogni caso possono rilevare ai fini dell'applicazione degli artt. 1227, co. 1, e 2506 c.c. a favore dell'operatore professionale che se ne sia servito.

Altro caso di fattispecie generatrice di un legittimo affidamento della collettività sulla genuinità di un'informazione è costituito dalle cc.dd. "lettere di *patronage*" e la responsabilità dell'informante si manifesta allorché un soggetto terzo sia indotto a concedere del credito o a entrare in relazioni di affari con il beneficiario della lettera nella presunzione di veridicità delle dichiarazioni del *patronnant*[451].

Il principio che sta alla base delle ipotesi sopra riportate è sempre il medesimo, e cioè che l'informante qualificato, ove gli vengano richieste informazioni, mantiene piena libertà di fornirle o rifiutarle ma, ove decida di ottemperare liberamente alla richiesta, deve garantire la veridicità delle informazioni che rende per non incorrere in responsabilità[452]. Tali considerazioni sono strettamente dipendenti dal particolare *status* di cui gode il soggetto informante e, qualora faccia parte di un sistema altamente qualificato (per esempio sia un operatore del mercato bancario o finanziario), deve necessariamente operare in maniera sana e prudente[453].

---

[450] G.VISINTINI, *La responsabilità della banca per false informazioni nel quadro dei servizi ai clienti*, in *Mercato finanziario e tutela del risparmio*, *Trattato di dir. comm. e di dir. pubbl. dell'economia* diretto da F.Galgano, Cedam, Padova, 2006, 114.

[451] A.MAZZONI, *Le lettere di patronage*, Milano, Giuffré, 1986; M.C.PERCHINUNNO, *Il danno da lesione dell'affidamento suscitato dalla lettera di patronage*, in *Contr. e impresa*, 2006, 611; N.SOLDATI, *Le lettere di patronage*, in *Contr. e impresa*, 2003, 1656 ss.

[452] Cass., 9 giugno 1998, n. 5659, in *Danno e resp*., 1999, p. 56.

[453] Ciò non toglie che, come correttamente osserva G.FACCI, *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, in *Contr. e impresa*, 2008, 183-4, con riguardo alla banca, in ogni caso, potrebbe sostenersi che la vera fonte dell'obbligo

Si noti tuttavia che, secondo le tendenze giurisprudenziali più recenti, è stata estesa in talune ipotesi alla banca la responsabilità da contatto sociale qualificato. Per esempio è stata qualificata in termini contrattuali la responsabilità di una banca negoziatrice di assegno non trasferibile per il pagamento a soggetto non legittimato, e ciò in ragione della violazione di un obbligo di protezione preesistente, specifico e volontariamente assunto da parte della banca, con l'effetto di rendere la relativa azione risarcitoria soggetta al termine ordinario di prescrizione[454].

Ai fini che qui interessano non assumono valenza ermeneutica dirimente le analisi e disquisizioni condotte da dottrina e giurisprudenza con riguardo a fattispecie di responsabilità informativa che si collocano, tuttavia, all'interno di una cornice di tipicità, come ad esempio quelle conecernenti la responsabilità da informazioni inesatte provenienti dai revisori contabili (ora disciplinata dagli artt. 164 del tuf e 2409-*sexies* c.c.) o contenute in un prospetto informativo

---

di fornire informazioni veritiere, in casi come quello del benfondi, risieda nella prassi bancaria in base alla quale le banche si scambiano informazioni che si debbono presumere veritiere nell'interesse dell'intero sistema bancario. Allo stesso modo, con riferimento alla lettera di *patronage*, si potrebbe affermare che l'esigenza di valutare con maggior rigore la responsabilità, risieda nella particolare posizione dell'informatore, il quale non solo conosce i fatti che attesta nella lettera ma è anche terzo interessato al negozio patrocinato, della cui conclusione o continuazione si rende promotore o intermediario in senso lato. Di conseguenza, questi casi potrebbero risultare non decisivi per valutare se sia ingiusto il danno patito dall'investitore e se sussista un proprio interesse, giuridicamente tutelato, a ricevere dall'agenzia di *rating* informazioni corrette.

[454] In questi termini Cass., sez. un., 26 giugno 2007, n. 14712, in *Banca e borsa*, 2008, II, 567. La Suprema Corte ha osservato che «*deve essere riconosciuta natura contrattuale alla responsabilità della banca girataria per l'incasso di un assegno non trasferibile, benché non sia necessario a tal fine postulare che questa operi in veste di mandataria della banca su cui grava l'obbligazione cartolare di pagamento; la responsabilità della banca negoziatrice consegue all'inadempimento di un obbligo di protezione che opera nei confronti di tutti i soggetti interessati alla regolare circolazione del titolo e al buon fine della sottostante operazione: obbligo preesistente, specifico e volontariamente assunto; il che conduce al di fuori dell'ambito della responsabilità aquiliana, non permette di configurare un caso di responsabilità ex lege (intesa come responsabilità da fatto lecito) e porta invece a concludere per la natura (lato sensu) contrattuale della responsabilità ricadente sulla banca a norma dell'art. 43, 2° comma, legge assegni*».

(94 del tuf)[455], considerato che in dette circostanze è risolto dal legislatore *ex ante* il problema dell'ingiustizia del danno e delle fondamenta normative del diritto dei terzi a ricevere un'informativa corretta[456].

Applicando, *mutatis mutandis*, i principi ermeneutici che precedono al caso della responsabilità delle società di *rating*, sembra emergere con una certa nettezza come l'ordinamento giuridico italiano esprima una tutela vigorosa dell'interesse degli investitori a ricevere informazioni veritiere e corrette anche perché, come detto in apertura del presente lavoro, un'informativa efficiente è veicolo necessario per una corretta allocazione del risparmio e quindi non solo in un'ottica microeconomica per la protezione dei singoli investitori pregiudicati ma anche, in una visione macroeconomica, a tutela del mercato in generale[457].

---

[455] L'art. 94 del tuf ha reso tipica anche la "responsabilità da prospetto", prevedendo una responsabilità parziaria nei seguenti termini: «*l'emittente, l'offerente e l'eventuale garante, a seconda dei casi, nonché le persone responsabili delle informazioni contenute nel prospetto rispondono, ciascuno in relazione alle parti di propria competenza, dei danni subiti dall'investitore che abbia fatto ragionevole affidamento sulla veridicità e completezza delle informazioni contenute nel prospetto, a meno che non provi di aver adottato ogni diligenza allo scopo di assicurare che le informazioni in questione fossero conformi ai fatti e non presentassero omissioni tali da alterarne il senso*». In argomento, da ultima, S.BRUNO, *La (nuova?) responsabilità da prospetto verso il* pubblico, in Banca e borsa, 2008, 785 ss.

[456] *Ex multis* G.PRESTI, *La responsabilità del revisore*, in *Banca e borsa*, 2007, 160 ss.; P.VALENSISE, *La responsabilità delle società di revisione. Considerazioni dopo le prime pronunzie giurisprudenziali*, in *Giur. comm*., 1996, II, 501 ss.; E.BARCELLONA, *Responsabilità da false informazioni al mercato: il caso dei revisori legali dei conti*, Torino, Utet, 2003. Come già osservava P.VALENSISE, Sub *artt. 161-164*, nel *Commentario al D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58* a cura di Rabitti Bedogni, Giuffré, Milano, 1998, 898 ss. con considerazioni estensibili inv ia di princpio al caso che qui ci occupa, «*la responsabilità della società di revisione nei confronti dei terzi è perciò regolata dai principi generali del neminen laedere, che debbono poi essere opportunamente ricollegati al princpio che informa, in ultima analisi, tutta la normativa speciale in commento, e cioè la tutela dell'investitore, perseguita attraverso la predisposione di condizioni che garantiscano una informazione trasparente, corretta e veritiera, tale da permettere all'investitore/risparmiatore consapevoli scelte di investimento e di disinvestimento*».

[457] Sul punto in luogo di molti R.COSTI, *Informazione e contratto nel mercato finanziario*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ*., 1993, 720 ss.; cfr. R.RORDORF, *Importanza e limiti dell'informazione nei mercati finanziari*, in *Giur. comm*., 2002, 774 ss.;

In virtù dell'importanza che la tutela del risparmio sta assumendo, in maniera sempre crescente, nell'ambito dell'ordinamento giuridico italiano, è sempre più ragionevole ritenere che sia richiesto uno *standard* professionale elevato in capo a chi diffonde al pubblico informazioni di natura finanziaria, costituendo tali informazioni fattori fondamentali nella determinazione delle scelte di investimento e quindi in ultima analisi dell'integrità del mercato[458].

A ciò si aggiunga l'esistenza di precisi doveri comportamentali, di correttezza e di trasparenza in capo alle agenzie di *rating* che oramai derivano da un articolato normativo comunitario avente forza primaria, con caratteri di immediata applicazione e *vis cogens*.

Alla luce di quanto precede, sarebbe irragionevole non ritenere meritevole di tutela l'affidamento generato in investitori di buona fede dalle informazioni accessibili al pubblico ove esse provengano da un soggetto dotato di requisiti di professionalità e di buona reputazione, come sono le società di *rating*.

Con ciò non si vuole affermare la responsabilità delle agenzie ogniqualvolta le valutazioni si siano rivelate errate, bensì limitarla ai casi in cui la condotta ascrivibile alle società di *rating* sia rimproverabile nel senso che alle stesse si addebiti di non essersi attenute allo *standard* professionale richiesto dalla normativa applicabile e dai codici di autodisciplina alla luce del caso concreto.

A chi scrive paiono emblematiche (e condivisibili) in tal senso le osservazioni di recente formulate in argomento da autorevole dottrina, ad avviso della quale «*la colpa professionale del giornalista finanziario può costituire anche una base di partenza per delineare il criterio di imputazione della responsabilità delle agenzie di rating. Pur essendo diverse le professioni di questi operatori economici, tuttavia è innegabile che da parte di entrambi sia richiesto un elevato grado di perizia tanto nel reperire i dati che servono per esprimere il voto, quanto per controllarne la veridicità delle informazioni e dei dati forniti dall'emittente. Tuttavia, nell'ipotesi in cui i dati e le informazioni fornite siano all'evidenza inconciliabili tra loro, oppure qualora vi siano indizi che facciano dubitare della loro genuinità, il* committee *incaricato del rating ha l'obbligo di cautelarsi, prima di*

E.MONTI, *Le asimmetrie informative e l'attività di rating: una proposta per l'Italia*, in *Bancaria*, 1995, 8 ss.

[458] Cfr. P.GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, Milano, Giuffré, 2008.

procedere all'assegnazione, con controlli, riscontri, accertamenti e richieste di ulteriori informazioni, al fine di verificare l'attendibilità dei dati forniti dall'emittente e vincere così ogni dubbio ed incertezza prospettabile in ordine ad essa. Solo qualora dimostri di aver osservato questi comportamenti che denotano un certo grado di perizia accompagnata da una certa misura di prudenza, l'agenzia, che abbia rilasciato un rating su presupposti falsi, potrà dire di aver agito in totale buona fede, nella convinzione di aver divulgato un'informazione vera»[459].

Pertanto, è ragionevole ritenere ingiusto il danno provocato dal comportamento della società di *rating* che, violando i doveri di diligenza professionale derivanti dal proprio *status* e non rispettando gli *standard* del settore cui appartiene, abbia determinato un danno ai terzi risparmiatori che in buona fede avevano fatto affidamento sull'attendibilità della relativa valutazione, intraprendendo investimenti che non avrebbero altrimenti effettuato - o che avrebbero effettuato a condizioni migliori - qualora avessero realmente conosciuto l'effettivo grado di rischio dell'investimento[460].

In estrema sintesi, l'effetto principale del diritto speciale consiste nella configurabilità in capo ai soggetti in questione di doveri ed obblighi di *status* da osservare tanto nei rapporti contrattuali quanto, più in generale, come modalità vincolanti del loro agire nel mercato pur in assenza di vincoli contrattuali specifici. Ne deriva che, nel nostro sistema di diritto, una violazione gravemente rimproverabile di questi doveri ed obblighi dovrebbe essere ritenuta sufficiente ad integrare, in linea di principio, l'elemento soggettivo dell'illecito. La vera domanda da porsi non è quindi se, sul piano dei principi, anche la colpa (grave?) possa bastare ad integrare l'elemento soggettivo, quanto piuttosto quale sia, da un lato, l'ambito realistico di rilevanza di tale elemento soggettivo e, dall'altro e soprattutto, quale sia il regime dell'onere della prova[461].

---

459 M.FRANZONI, *Introduzione*, in G.Facci, *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, Zanichelli, Bologna, 2009, XVII.

460 M.MARIANELLO, *La responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti dei terzi risparmiatori*, in *Resp. civ*., 2008, 646.

461 Le considerazioni di principio sono di A.MAZZONI, *Osservazioni in tema di responsabilità civile degli analisti finanziari*, in *Governo dell'impresa e mercato delle regole*, Scritti giudici per Guido Rossi, Giuffré, Milano, 2002, I, 664.

4. (segue): il nesso eziologico e l'elemento soggettivo.

Affinché sorga una responsabilità dell'agenzia di *rating* da valutazione inesatta è necessario che sussista un nesso di causalità tra la condotta imputabile all'agenzia e il danno subito dall'investitore a causa dell'inadeguatezza del *rating* su cui questi ha riposto legittimo affidamento.

In altri termini, bisogna dimostrare l'esistenza di un rapporto di causalità fra la valutazione inesatta sul merito creditizio dell'entità valutata e i pregiudizi patrimoniali in cui è conseguentemente incorso l'investitore. Secondo l'opinione dominante, sarà quest'ultimo a dover fornire prova del fatto che, ove il *rating* fosse stato corretto, non avrebbe proceduto all'acquisto o alla dismissione o ancora al mantenimento dei prodotti finanziari in questione[462].

L'onere probatorio che incombe sull'investitore pregiudicato da un *rating* inesatto è similare a quello in cui incorre allorché lamenti la responsabilità dell'intermediario per violazione degli obblighi informativi. In entrambe le circostanze, l'investitore deve dimostrare che una informazione corretta lo avrebbe dissuaso dal compiere l'operazione ovvero lo avrebbe condotto ad una scelta di investimento diversa.

Difficilmente le società di *rating* potranno appellarsi agli avvertimenti che di solito accompagnano i giudizi emessi e che, come anticipato, sottolineano il carattere di mera opinione degli stessi, rappresentando queste semplicemente "formule di stile" che non mettono in discussione il rilievo centrale del *rating* fra gli elementi valutativi di cui si serve legittimamente un investitore diligente.

D'altra parte sarebbe piuttosto contraddittorio ritenere esistente un nesso di causalità tra la mancata comunicazione del *rating* da parte dell'intermediario e la scelta d'investimento del cliente e, al

---

[462] In tal senso G.FACCI, *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, in *Contr. e impresa*, 2008, 189. In giurisprudenza Trib. Catania, 23 gennaio 2007 e Trib. Venezia, 4 maggio 2006, entrambe in www.ilcaso.it; Trib. Milano, 9 novembre 2005, in *Società*, 2006, 605; Trib. Genova, 15 marzo 2005, in *Foro it*., 2005, I, 2539. Diversamente il Trib. Mantova, 15 marzo 2005, in www.ilcaso.it, secondo cui «*il cliente è onerato solo della prova della condotta del soggetto che presta il servizio di investimento e di quella del danno subito, restando a carico di tale soggetto quella di un fatto che elida il nesso di causalità sussistente fra illecito e conseguenze dannose, il quale si presume esistente fino a prova contraria*».

contempo, negarne la sussistenza ove si tratti di *rating* inesatto messo a disposizione del pubblico dall'agenzia di *rating* che lo ha predisposto.

In linea di principio, vertendosi secondo l'orientamento dominante in tema di responsabilità extracontrattuale dovrebbe spettare al danneggiato l'onere di provare il nesso eziologico tra la condotta rimproverabile dell'agenzia danneggiante ed il pregiudizio ingiusto subito dall'investitore anche se, ad avviso di alcuni, nel caso di specie un'applicazione del principio di vicinanza alla prova porterebbe a concludere che «*può ritenersi in re ipsa il nesso di causalità tra l'emanazione di un rating positivo, l'investimento effettuato ed il danno subito dall'investitore, in conseguenza dell'insolvenza dell'emittente*. *Diviene, così, onere dell'agenzia convenuta fornire la prova dell'esistenza di fatti idonei ad interrompere il nesso causale, al fine di dimostrare che la valutazione positiva fornita dall'agenzia non ha influenzato la scelta dell'investitore, come, ad esempio, nel caso in cui risulti che nel portafoglio di quest'ultimo vi erano numerosi titoli appartenenti alla c.d. categoria "speculative grade"*»[463].

Sembra dunque improbabile che in sede contenziosa si faccia interamente gravare sull'attore (terzo investitore) l'onere di provare quali profili particolari dell'attività dell'agenzia di analisi ed elaborazione dei dati abbiano dato luogo a comportamenti viziati da dolo o da colpa, nel senso che «*a fronte delle iniziali allegazioni e contestazioni dell'attore che faccia valere quanto la realtà abbia smentito la dichiarazione, incomberà comunque al professionista*

[463] G.FACCI, *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, in *Contr. e impresa*, 2008, 190-1, il quale giustifica la propria posizione in virtù del princpio di vicinanza alla prova. Con le parole dell'Autore: «*tale impostazione appare coerente con i principi in ordine alla distribuzione dell'onere della prova ed al rilievo che assume a tal fine la "vicinanza alla prova", e cioè la effettiva possibilità per l'una o per l'altra parte di offrirla: sarebbe alquanto gravoso per l'investitore dimostrare che la decisione è stata indotta esclusivamente o prevalentemente dalla valutazione dell'agenzia. Sarà, invece, onere del convenuto fornire la prova di fatti da cui si evinca l'insussistenza di un rapporto causale, come ad esempio nell'ipotesi in cui emerga un profilo dell'investitore caratterizzato da una forte propensione al rischio: in questa ipotesi, è dubbio che possa ammettersi un nesso causale tra il rating erroneo ed il pregiudizio patrimoniale subito dal risparmiatore, essendo plausibile ritenere che anche nel caso di rating negativo, l'investitore avrebbe ugualmente sottoscritto i titoli*».

l'onere di dimostrare che la dichiarazione medesima è stata resa senza violazione di alcuno di quei criteri di legge che il suo status *gli imponeva di osservare*»[464].

Le situazioni concrete possono essere molteplici e spostare l'asse dell'indagine.

Può ad esempio darsi il caso in cui a seguito di un *rating* iniziale erroneamente positivo, l'agenzia abbia successivamente provveduto ad adeguarlo in negativo alla reale consistenza patrimoniale, reddituale e finanziaria dell'entità valutata. In questa ipotesi eventuali responsabilità della società di *rating* sussisteranno, all'evidenza, solo ove l'investitore abbia operato sui titoli nella finestra temporale in cui il *rating* era inesatto.

Ci si interroga poi sulla sussistenza o meno di un onere di informarsi da parte dell'investitore su eventuali mutamenti del *rating* prima di effettuare le proprie operazioni finanziarie o ancora sull'esistenza di un dovere dello stesso di limitare le conseguenze dannose vendendo ad esempio i titoli inopinatamente acquistati.

Premesso che una risposta esaustiva alle questioni sollevate richiederebbe un'analisi *case-by-case*, alcuni principi giurisprudenziali possono comunque essere di ausilio.

Segnatamente, si tende ad affermare l'obbligo dell'intermediario di comunicare al cliente il progressivo deterioramento del *rating* esclusivamente nel caso di rapporto di gestione di portafoglio, escludendosi invece tale dovere allorché il rapporto contrattuale sottostante sia configurabile in termini di negoziazione[465], derivandone che solo in questa seconda ipotesi sussisterebbe un dovere di autoinformazione in capo all'investitore *retail*.

Sotto altro profilo, qualora in qualsivoglia modo l'investitore sia venuto a conoscenza del deterioramento del *rating*, ci si domanda se questi sia tenuto a dismettere i titoli *illo tempore* acquistati al fine di ridurre – o comunque non aggravare – il pregiudizio derivante

---

[464] A.MAZZONI, *Osservazioni in tema di responsabilità civile degli analisti finanziari*, in *Governo dell'impresa e mercato delle regole*, Scritti giudici per Guido Rossi, Giuffré, Milano, 2002, I, 665.

[465] Trib. Milano, 26 aprile 2006, in *Corr. giur.*, 2006, 156; Trib. Bari, 7 novembre 2006; Trib. Bari, 11 dicembre 2006, in www.ilcaso.it.

dall'aver pagato eccessivamente il prodotto finanziario in virtù del *rating* erroneamente positivo (arg. *ex* art. 1227, comma 2, c.c.)[466].

Una risposta all'interrogativo di fondo da ultimo sollevato deve comunque tenere in considerazione il fatto che la diligenza eventualmente richiesta al danneggiato al fine di limitare le conseguenze dannose deve essere valutata in dipendenza delle caratteristiche soggettive dell'investitore nel caso concreto, essendo sicuramente richiesto un grado di diligenza più elevato all'investitore professionale rispetto a quello domandato, al fine di evitare il danno, all'investitore *retail*.

In apertura del presente capitolo si è evidenziato che la responsabilità della società di *rating* non può dipendere esclusivamente dal fatto oggettivo di una valutazione inesatta, ma richiede un elemento in più: che all'agenzia sia rimproverabile un comportamento connotato da dolo o anche da semplice colpa.

La responsabilità per affidamento dannoso ricorre nel caso in cui il terzo informato sia indotto, fraudolentemente o anche solo colposamente, da un soggetto dotato di qualità e *standard* professionali elevati a riporre un affidamento legittimo nella valutazione, che poi in concreto è stata causa del suo pregiudizio patrimoniale[467].

Un esempio emblematico di *rating* che, sebbene inesatto, non ha comportato la responsabilità delle società di *rating* che lo hanno emesso per impossibilità di rimproverarne il comportamento è quello dei *rating* inerenti alle operazioni di cartolarizzazione di crediti derivanti da contratti di *leasing.*

È accaduto in passato che i *rating* espressi dalle principali agenzie sui titoli emessi in operazioni di cartolarizzazione di crediti derivanti da contratti di *leasing* tenevano in considerazione, *inter alia*, un orientamento consolidato secondo cui – in caso di fallimento della

---

466 Applicando i parametri anzidetti, i danni evitabili sarebbero non risarcibili e ciò si avrebbe ogni qual volta essi siano appunto evitabili con l'ordinaria diligenza (e cioè senza attività gravose o straordinarie, tranne che l'obbligo di attivarsi sia legittimato in base al principio di correttezza richimato dalla norma). Nel caso di specie dovrà valutarsi se, a seconda delle circostanze del caso concreto, l'investitore, in base al dovere di diligenza avrebbe o meno potuto ridurre i danni ad esempio rivendendo i prodotti finanziari non appena a conoscenza del deterioramento del *rating*.

467 M.MARIANELLO, *La responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti dei terzi risparmiatori*, in *Resp. civ*., 2008, 649.

società di *leasing* – i contratti di *leasing* sarebbero proseguiti *ope legis*[468]. Ciò costituiva un "presupposto errato"[469] su cui in buona fede facevano affidamento le agenzie di *rating* nel formulare i propri giudizi su tali titoli.

In tale contesto è intervenuta, in maniera inaspettata e dirompente, la sentenza della Cassazione n. 5552 del 9 aprile 2003[470] che, disattendendo il precedente orientamento ritenuto assolutamente prevalente, ha ritenuto che in caso di fallimento del concedente del bene in *leasing* traslativo, ove la cosa venduta non fosse ancora passata in proprietà del compratore, il curatore avrebbe disposto della facoltà di scelta fra lo scioglimento del contratto e il subentro nel rapporto.

La sentenza citata ha ingenerato un impatto fortemente negativo sul mercato, anche perché le agenzie di *rating* che avevano valutato i titoli derivanti dalle operazioni di cartolarizzazione dei crediti relativi ai contratti di *leasing*, nella propria attività valutativa avevano confidato sulla tenuta dell'orientamento ermeneutico prevalente che affermava la prosecuzione dei rapporti giuridici anche in caso di fallimento. L'improvvisa inversione di impostazione da parte della giurisprudenza costituiva ragione di per sé sufficiente a giustificare un abbassamento del merito creditizio dei titoli (*downgrading*), ciò evidentemente per il timore che, una volta sciolto da parte del curatore il contratto di *leasing* da cui originavano i crediti cartolarizzati, le operazioni potessero collassare per il venir meno della materia prima costituita dai crediti[471].

---

[468] Ovvero riconoscendo al curatore la facoltà di scioglimento ma solo in presenza di un patto originario in tal senso. S.BONFATTI-P.F.CENSONI, *Manuale di diritto fallimentare*, Padova, Cedam, 2004, 169 ss.

[469] In questi termini si esprime A.GOMMELLINI, *Gli scandali dei mercati finanziari, l'attività di* rating *e i Modelli di prevenzione dei reati (a margine del recente intervento legislativo di «salvataggio» del* rating *dei titoli risultanti da operazioni di cartolarizzazione di canoni di* leasing *e della prossima attuazione del Nuovo Accordo di «Basilea 2»)*, in *Dir. banc*., 2004, 597.

[470] Cassazione n. 5552 del 9 aprile 2003, in *Giur. it*., 2004, 559.

[471] Le parole sono di A.GOMMELLINI, *Gli scandali dei mercati finanziari, l'attività di* rating *e i Modelli di prevenzione dei reati (a margine del recente intervento legislativo di «salvataggio» del* rating *dei titoli risultanti da operazioni di cartolarizzazione di canoni di* leasing *e della prossima attuazione del Nuovo Accordo di «Basilea 2»)*, in *Dir. banc*., 2004, 594.

Per far fronte a tale situazione il legislatore ha preso posizione con la legge 26 febbraio 2004, n. 45, in cui – all'art. 7 – disponeva che la sottoposizione a procedura concorsuale delle società autorizzate alla concessione di finanziamenti sotto forma di locazione finanziaria non è causa di scioglimento dei contratti di locazione finanziaria, inclusi quelli a carattere traslativo, né consente agli organi della procedura di optare per lo scioglimento dei contratti stessi; l'utilizzatore conserva la facoltà di acquistare, alla scadenza, la proprietà del bene verso il pagamento del prezzo pattuito.

È piuttosto evidente che in casi di questo genere, il *rating* che le agenzie «*avevano sino ad allora espresso, in totale buona fede e senza colpa, in relazione ad alcuni strumenti finanziari largamente diffusi sul mercato, era in tutto o in parte infondato, perché basato su presupposti rivelatisi errati*»[472].

Sebbene, quindi, vi sia stata la pubblicazione di *rating* poi rivelatisi improvvisamente inesatti, nessun rimprovero può essere indirizzato alle società di *rating* in quanto alla data di pubblicazione dei *rating* era ragionevolmente poco prevedibile un così radicale mutamento interpretativo in ordine a uno dei presupposti principali sottesi all'attribuzione dei giudizi.

I fatti citati dimostrano con chiarezza come l'erronea determinazione di un *rating* non sempre sia conseguenza di una condotta fraudolenta o colposa. Il perimetro dell'inesattezza non coincide con quello della rimproverabilità della condotta, essendo due cerchi concentrici in cui il primo avvolge il secondo.

Ben differente è invece, ai fini che qui interessano, la circostanza in cui l'errata ponderazione del merito creditizio dell'entità valutata derivi dall'adozione e applicazione di metodologie valutative inappropriate. In detta evenienza ricorre la responsabilità dell'agenzia ove l'errore sia conseguenza di una condotta colposa da parte della società di *rating*.

I maggiori problemi si pongono quando gli errori valutativi dipendono dalla falsità o incompletezza delle informazioni messe a disposizione dell'agenzia dall'entità valutata ai fini della formulazione

---

[472] A.GOMMELLINI, *Gli scandali dei mercati finanziari, l'attività di* rating *e i Modelli di prevenzione dei reati (a margine del recente intervento legislativo di «salvataggio» del* rating *dei titoli risultanti da operazioni di cartolarizzazione di canoni di* leasing *e della prossima attuazione del Nuovo Accordo di «Basilea 2»)*, in *Dir. banc*., 2004, 597.

del giudizio. Eccezion fatta per l'attribuzione dei cc.dd. *unsolicited rating*, le società di *rating* basano le proprie valutazioni non solo su informazioni pubbliche ma anche su informazioni confidenziali di cui sono venute a conoscenza previa stipula di appositi accordi contrattuali di riservatezza.

Non può escludersi che le entità valutate forniscano dati e informazioni falsi per beneficiare di una valutazione più elevata di quella che altrimenti otterrebbero.

Tra le formule di stile che solitamente accompagnano i giudizi e che ricorrono nella stesura dei contratti di incarico fra emittente e agenzia è sovente precisato che la veridicità e correttezza dei dati e delle informazioni sulla cui base è formulato il parere sul merito creditizio non vengono – in quanto non possono – essere verificati dalla società di *rating*, rimanendo in capo all'emittente qualsivoglia responsabilità che da ciò dovesse derivare. Le agenzie, infatti, non sarebbero dotate di risorse quantitative appropriate per effettuare un'attività di monitoraggio di tal genere e, ove se ne dotassero, dovrebbero al contempo incrementare sensibilmente i costi dei servizi resi per far fronte alle ingenti spese che da tale attività di controllo deriverebbero.

Per tentare di comprendere fin dove si spinga la responsabilità dell'agenzia per aver riposto affidamento in informazioni provenienti dall'emittente valutato, è utile far ricorso ad esperienze similari e a considerazioni di principio.

In primo luogo non può sottovalutarsi il fatto che molti dei dati e delle informazioni che vengono di solito messi a disposizione della società di *rating* hanno già superato preventivamente una serie di verifiche interne ed esterne ad opera, ad esempio, dell'organo di amministrazione, dell'organo di controllo, del revisore contabile e, talvolta, delle autorità di vigilanza[473].

Non v'è dubbio, poi, che le agenzie di *rating* possano, anzi debbano, richiedere dati ed informazioni supplementari ove ne necessitino nonché chiarimenti su quelle già a loro disposizione, anche se di natura confidenziale. Tali doveri informativi, che un tempo trovavano fondamento semplicemente nell'ambito della diligenza

[473] F.CAPRIGLIONE, *I «prodotti» di un sistema finanziario evoluto. Quali regole per le banche? (Riflessioni a margine della crisi causata dai mutui* sub-prime*)*, in *Banca e borsa*, 2008, I, 56.

contrattuale, sono adesso espressamente previsti nel Regolamento UE sulle agenzie di *rating*.

Infatti, per le agenzie di *rating* cui si applica il citato Regolamento comunitario, rientra espressamente tra i doveri comportamentali quello inerente all'adozione delle «*misure per garantire che le informazioni utilizzate ai fini dell'assegnazione di un rating siano affidabili*». Se questo è il principio, tra le misure tecniche a ciò volte un'agenzia di *rating* del credito può prevedere, *inter alia*, di affidarsi esclusivamente a bilanci oggetto di revisione indipendente, di ricorrere a verifiche da parte di prestatori di servizi di buona reputazione, di procedere direttamente a controlli di campioni aleatori delle informazioni ricevute, di prevedere disposizioni contrattuali che stabiliscano chiaramente la responsabilità dell'entità valutata o di terzi ad essa collegati qualora le informazioni siano false o fuorvianti o qualora l'entità valutata o terzi ad essa collegati si astengano da una ragionevole diligenza per quanto riguarda l'accuratezza delle informazioni ai sensi del contratto di incarico (in tal senso il trentacinquesimo considerando del Regolamento).

Alla luce del nuovo quadro normativo, che legittima a livello primario poteri informativi e *lato sensu* ispettivi in capo alle società di *rating*, sarà sempre più difficile per queste ultime sostenere che l'erroneità del *rating* è dipesa dal comportamento negligente dell'emittente che non ha fornito i dati e le informazioni richiesti, o dalla fiducia cieca in essi riposti dall'agenzia medesima. Innanzitutto, ove le richieste di ulteriore informazione vengano evase dall'entità valutata la società di *rating* ha il dovere di rifiutarsi di esprimere il *rating* se i dati non comunicati siano rilevanti a tali fini. Inoltre, la società di *rating* mantiene comunque profili di responsabilità nel caso in cui le informazioni e i dati forniti dall'emittente siano palesemente contraddittori fra loro, ovvero vi siano indizi che facciano dubitare della loro genuinità[474]. In tale evenienza, come sopra anticipato, la

[474] È utile ai nostri fini rammentare il caso della responsabilità delle società di revisione per mancata scoperta di frodi contabili durante l'attività di revisione contabile. È preliminare in quel frangente accertare se la mancata scoperta delle fordi dipenda da superficialità o trascuratezza del revisore oppure dalla abilità di occultamento degli amministratori. Di tal guisa, la scoperta nel bilancio di un errore significativo non è di per sé indice dell'inadempimento del revisore contabile, in quanto quest'ultimo potrebbe non aver potuto individuarlo anche svolgendo la propria attività di revisione con la diligenza dovuta.

società di *rating* ha il dovere di procedere con controlli, richieste e accertamenti, al fine di verificare l'attendibilità dei dati messi a sua disposizione dall'emittente, evadendo così ogni dubbio circa la veridicità e completezza di quanto ricevuto ai fini dell'assegnazione del *rating.*

Solo qualora dimostri di aver osservato tutti i comportamenti ragionevolmente necessari a fugare i dubbi anzidetti l'agenzia, che abbia rilasciato un *rating* sulla base di presupposti falsi, potrà lecitamente sostenere di aver agito in totale buona fede nella convinzione di aver divulgato un'informazione vera e corretta[475].

Non sarà quindi più sufficiente appellarsi alla petizione di principio secondo cui le agenzie non dispongono di poteri ispettivi o di controllo nei confronti dell'entità valutata, potendo semplicemente fare affidamento su quanto a quest'ultima comunicato dall'emittente[476].

---

[475] M.FRANZONI, *Introduzione*, in G.Facci, *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, Zanichelli, Bologna, 2009, XVII.

[476] In un contesto antecedente all'emanazione del Regolamento comunitario sulle agenzie di *rating*, G.FACCI, *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, in *Contr. e impresa*, 2008, 195 ss., paragonava gli obblighi di verifica preventiva circa l'attendibilità delle notizie fornite alle agenzie di *rating* a quelli dei giornalisti finanziari. Al riguardo l'Autore osserva come per valutare la condotta che gli analisti finanziari incaricati di rilasciare il *rating* debbono tenere rispetto ai dati ed alle informazioni fornite dall'emittente è utile prendere spunto dalla considerazione secondo la quale la pubblicazione del *rating* è assimilata, in generale, ad una semplice informazione giornalistica. Al riguardo, si può rilevare che il giornalista ha sempre l'obbligo di controllare l'attendibilità della fonte informativa; in particolare, il giornalista, per invocare l'esimente della verità putativa, deve usare legittimamente le fonti informative, mediante l'esame e la verifica dei fatti che ne costituiscono il contenuto. Tale dovere diventa ancor più stringente nell'ipotesi in cui il giornalista abbia diffuso una notizia che incide sulla commerciabilità di un prodotto, avvalendosi di dati forniti da un esperto. In questa ipotesi, il giornalista può esimersi da responsabilità solo se abbia svolto controlli, riscontri ed accertamenti intesi a verificare il risultato; tali principi sono stati affermati in una pronuncia riguardante la diffusione, nel corso di una trasmissione televisiva, dei risultati di un'analisi chimica condotta su un prodotto alimentare. Proprio tenendo in considerazione che il *rating* può fortemente incidere, in negativo, sui diritti patrimoniali dei risparmiatori, nonché il particolare status professionale riconosciuto alle agenzie di rating, appare indubbio che il commette incaricato debba attenersi ad un canone di prudenza particolarmente elevato, nell'utilizzare le informazioni ed i dati fornititi dall'emittente. Tale assunto non porta a ritenere che le agenzie debbano diventare garanti della veridicità delle informazioni contabili fornite dall'emittente, né che abbiano doveri di accertare analiticamente la veridicità

5.La tesi della responsabilità da "contatto sociale".

Nell'esaminare i termini generali della responsabilità delle società di *rating* si è evidenziato come, sebbene la dottrina assolutamente prevalente propenda per una qualificazione della stessa in termini extracontrattuali, siano suggestivi alcuni spunti che vorrebbero avvicinarla alla responsabilità da c.d. "contatto sociale qualificato"[477].

---

delle informazioni e dei dati forniti dall'emittente; in caso contrario, infatti, si finirebbe per imporre alle agenzie un dovere di eseguire nuovamente prestazioni già svolte da altri, quali ad esempio il collegio sindacale e la società di revisione.
Tuttavia, non solo nell'ipotesi in cui i dati e le informazioni fornite siano all'evidenza inconciliabili tra loro, ma anche nell'eventualità in cui vi siano indizi che facciano dubitare della genuinità delle stesse (quali, ad esempio, potrebbero risultare da un controllo incrociato dei dati effettuato dall'agenzia), il commette incaricato del rating ha l'obbligo di cautelarsi, prima di procedere all'assegnazione, con controlli, riscontri, accertamenti erichieste di ulteriori informazioni, al fine di verificare l'attendibilità dei dati forniti dall'emittente e vincere così ogni dubbio ed incertezza prospettabile in ordine ad essa. Solo in questa ipotesi, l'agenzia che abbia rilasciato un *rating* su presupposti falsi, potrà dire di avere agito in totale buona fede, nella convinzione di aver divulgato una informazione vera; inoltre, sembra potersi affermare che, nell'ipotesi in cui i riscontri non abbiano fugato i dubbi né l'emittente abbia fornito risposte convincenti, l'agenzia, al fine di non incorrere in eventuale responsabilità, sarà tenuta a rifiutare di rilasciare il *rating*.

[477] Ricorda M.MARIANELLO, *La responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti dei terzi risparmiatori*, in *Resp. civ*., 2008, 638 che «*autorevole dottrina ha posto in rilievo il fatto che la responsabilità del danneggiante, sul quale incombono peculiari obblighi di diligenza, non appare conseguenza della violazione del dovere generale di* neminem laedere*, gravante sul* quisque de populo*; essa deriva, invece, dalla violazione di specifici obblighi comportamentali afferenti un soggetto a causa del ruolo o dello* status *professionale rivestiti dal medesimo. È vero che, secondo l'impostazione tradizionale, mancherebbe qui il titolo costitutivo di una relazione giuridica, all'interno della quale il* rater *sarebbe tenuto ad un determinato comportamento nei confronti di un terzo, ma la mancanza di questi elementi strutturali del rapporto obbligatorio viene supplita con la constatazione: i) che tutte le fattispecie in esame sono caratterizzate da uno specifico "contatto sociale", in forza del quale si qualifica l'affidamento del terzo e la cui lesione genera responsabilità; ii) che la dottrina ha da tempo elaborato la categoria del rapporto obbligatorio senza dovere primario di prestazione, nel quale l'interesse giuridicamente protetto è quello a non subire un pregiudizio economico all'interno della propria sfera giuridica*».

Come noto la responsabilità civile non fondata sul contratto, bensì sul «contatto sociale», ha natura quasi-contrattuale atteso che ad esso si ricollegano obblighi di comportamento di varia natura, diretti a garantire che siano tutelati gli interessi che sono emersi o sono esposti a pericolo in occasione del contatto stesso. Tale situazione si riscontra nei confronti dell'operatore di una professione c.d. protetta, per la quale cioè sia richiesta una speciale abilitazione, particolarmente quando essa abbia ad oggetto beni costituzionalmente garantiti[478].

È doveroso pertanto domandarsi se lo *status* soggettivo altamente qualificato di cui godono le società di *rating* unitamente alla rilevanza costituzionale del risparmio quale bene giuridico tutelato dalle norme sui mercati finanziari, possano considerarsi elementi sufficienti ad accostare la responsabilità delle società di *rating* nei confronti dei terzi investitori a quella da «contatto sociale» teorizzata da dottrina e giurisprudenza per determinati rapporti giuridici qualificati[479].

Tale ricostruzione, consolidatasi nell'ambito della responsabilità del medico[480], è stata poi estesa anche ad altre figure professionali sulla base della convinzione che una responsabilità di natura contrattuale salvaguardi maggiormente i terzi danneggiati offrendo

---

[478] In tal senso *ex multis* Cass., 19 aprile 2006, n. 9085, in *Resp. e risarcimento*, 2006, 6, 64.

[479] Si noti che nell'ordinamento statunitense, nel caso giurisprudenziale *Jaillet v. Cashman* (115 Misc. 383 N.Y.Sup.Ct. – 1923) il giudice aveva negato che tra l'informante e l'informato vi fosse una *fiduciary relationship* su cui fondare un obbligo in capo all'agenzia di fornire informazioni corrette, in quanto l'affidamento riposto sull'informante dalla moltitudine di informati sarebbe troppo esile per poter individuare un tale genere di *duty* in capo all'informante. Diversamente, sempre ai sensi dei principi di diritto statunitensi, in detto ordinamento le agenzie di *rating* sono responsabili nei confronti dei terzi investitori danneggiati del danno da affidamento su di un'informazione finanziaria falsa quando l'agenzia abbia diffuso l'informazione alla massa sapendola tale, o nutrendo seri dubbi sulla sua veridicità (c.d. *actual malice*); nel senso da ultimo riportato il caso First Equity Corporation of Florida et al. V. Standard & Poor's Corporation (670 F. Supp. 115, S.D.N.Y. – 1987); entrambi i casi illustrati da DRIGO, *La responsabilità delle agenzie di* rating *per il danno all'informato. L'esperienza statunitense*, in *Rass. dir. civ*., 2006, 523 ss.

[480] Cass., 22 gennaio 1999, n. 589, in *Resp. civ*., 1999, 652; Cass., 29 luglio 2004, n. 14488, in *Dir. e Giust*., 2004, 33, 12; N.MUCCIOLI, *Osservazioni in tema di danno meramente patrimoniale*, in *Nuove giur. civ. comm*., 2008, 430 ss.; G.VETTORI, *Le fonti e il nesso di causalità nella responsabilità medica*, in *Obbl. e contratti*, 2008, 393 ss.; G.VANACORE, In dubio pro contractu: *la responsabilità civile dal quasi contratto alla sentenza Rordorf del 2007*, in *Resp. civ*., 2008, 457 ss..

loro una garanzia più ampia fondata, in particolare, sul più lungo termine di prescrizione.

Il contatto sociale è un fatto generatore di una obbligazione di protezione che trova la propria fonte nelle clausole generali di correttezza e di buona fede che si collocano al di là dell'adempimento di un rapporto obbligatorio (art. 1175) o di un rapporto contrattuale (art. 1375), oppure come ubbidienza a precetti costituzionali[481].

È opinione ormai quasi unanimemente condivisa dagli studiosi quella secondo cui la responsabilità nella quale incorre «*il debitore che non esegue esattamente la prestazione dovuta*» (arg. *ex* art. 1218 c.c.) può dirsi contrattuale non soltanto nel caso in cui l'obbligo di prestazione derivi propriamente da un contratto, nell'accezione che ne fornisce il successivo art. 1321 c.c., ma anche in ogni altra ipotesi in cui essa dipenda dall'inesatto adempimento di un'obbligazione preesistente, quale che ne sia la fonte.

In tale contesto la qualificazione *contrattuale* è stata considerata una sineddoche giustificata dal fatto che questo tipo di responsabilità più frequentemente ricorre in presenza di vincoli contrattuali inadempiuti, ma senza che ciò valga a circoscriverne la portata entro i limiti che il significato letterale di detta espressione potrebbe altrimenti suggerire[482].

Pur non senza qualche incertezza, in un quadro sistematico peraltro connotato da un graduale avvicinamento dei due tradizionali tipi di responsabilità, anche la giurisprudenza ha in più occasioni mostrato di aderire a siffatta concezione della responsabilità contrattuale, ritenendo che essa possa discendere anche dalla violazione di obblighi nascenti da situazioni (non già di contratto, bensì) di semplice contatto sociale, ogni qual volta l'ordinamento imponga ad un soggetto di tenere, in tali circostanze, un determinato comportamento[483].

---

[481] F.GALGANO, *Le antiche e le nuove frontiere del danno risarcibile*, in *Contr. e impresa*, 2008, 93.

[482] Questa è la recente opinione della Cass., sez. un., 26 giugno 2007, n. 14712, in *Banca e borsa*, 2008, II, 567.

[483] Così, ad esempio, è stato attribuito carattere contrattuale non soltanto all'obbligazione di risarcimento gravante sull'ente ospedaliero per i danni subiti da un privato a causa della non diligente esecuzione della prestazione medica da parte di un medico operante nell'ospedale, ma anche all'obbligazione del medico stesso nei confronti del paziente, quantunque non fondata sul contratto ma sul solo contatto sociale, poiché a questo si ricollegano obblighi di comportamento di varia natura,

La costruzione teorica è condivisibile ma non tanto assumendo che il contatto sociale produca un contratto di fatto fra il danneggiante e il danneggiato, espediente questo che muove dall'erronea premessa che non ci può essere una responsabilità contrattuale se non c'è un contratto sottostante. Come è stato correttamente osservato, infatti, il punto è che di responsabilità contrattuale oggi si parla solo in omaggio alla tradizione, là dove si deve, secondo il sistema del vigente codice civile, parlare di responsabilità *ex* art. 1218 c.c., ossia di responsabilità per inadempimento delle obbligazioni, che non necessariamente nascono da contratto.

È del tutto superfluo, per applicare l'art. 1218 c.c., introdurre la finzione di un contratto: è sufficiente, per applicarlo, prendere atto della esistenza di una fonte di obbligazione, che nella specie è il contatto sociale fra danneggiante e danneggiato (nell'esempio tipico medico-paziente) quale fatto giuridico, allo stesso modo con cui è fatto giuridico, fonte di obbligazione e produttiva di responsabilità per inadempimento, la trattativa precontrattuale[484].

Sulla base di tali principi è doveroso domandarsi se la responsabilità da *contatto sociale* sia suscettibile di estensione indiscriminata anche ad ogni operatore di una professione c.d. protetta oppure sussistano ostacoli a detta estensione[485].

---

diretti a garantire la tutela degli interessi che si manifestano e sono esposti a pericolo in occasione del contatto stesso. Cfr. Cass., sez. un., 26 giugno 2007, n. 14712, in *Banca e borsa*, 2008, II, 567.

[484] F.GALGANO, *Le antiche e le nuove frontiere del danno risarcibile*, in *Contr. e impresa*, 2008, 93. In argomento ha rilevanza centrale la ricostruzione operata da V.CUFFARO, *La responsabilità precontrattuale*, in *Enc. dir*., XXXIX, Milano, 1988, 1268 ss.

[485] Secondo A.DI MAJO, *La tutela civile dei diritti*, Milano, Giuffré, 2001, 197 ss., «*se, sul versante della responsabilità contrattuale è dato ormai assistere a fattispecie in cui siffatta responsabilità è indipendente della esistenza di un contratto fra le parti, perché sufficiente che un affidamento abbia a realizzarsi, fondato su di una specifica relazione o addirittura su di un semplice contatto – il che denota che l'area del contratto e della correlativa responsabilità va estendendosi – dall'altro lato, sul versante del torto, il quadro tradizionale in cui si colloca la responsabilità "del passante" ossia del quisque de populo, che casualmente si trovi a ledere diritti altrui, si è arricchito di nuove fattispecie come ad es. di quelle che si collegano alla violazione di doveri derivanti dal proprio status professionale*»; cfr. G.VETTORI, *Le asimmetrie informative fra regole di validità e regole di responsabilità*, in *Riv. dir. priv*., 2003, 247 ss.

Con l'emanazione di recenti normative di rango primario, sia negli Stati Uniti[486] che nell'Unione europea, volte ad imporre la registrazione delle agenzie di *rating* e la loro soggezione ad un particolare statuto normativo e di vigilanza, queste ultime – ove registrate nei termini anzidetti – possono oramai considerarsi appartenenti alla sfera dei cc.dd. esercenti "attività riservate", al pari di altre categorie di imprese e professionisti. A ciò si aggiunga che anche la *communis opinio* attribuisce alle società di *rating* quelle caratteristiche di affidabilità e reputazione proprie di chi svolge un'attività protetta, in modo da ingenerare un notevole affidamento nei terzi sulla corretta esecuzione della prestazione.

Tuttavia, le constatazioni che precedono non possono considerarsi di per sé sufficienti per estendere meccanicamente al rapporto fra società di *rating* e terzo investitore i connotati del *contatto sociale* meritevole di tutela nelle forme della responsabilità contrattuale.

Invero, sebbene in linea di principio nulla vieti di allargare l'area della responsabilità da contatto sociale a figure diverse da quelle già prese in esame dalla giurisprudenza, non pare ragionevole generalizzare fino al punto di ravvisare siffatta responsabilità anche fra soggetti che si ignorano fra loro, là dove manca l'estremo, indispensabile, del contatto, generatore di una aspettativa di protezione di intensità pari a quella che trae fonte da un contratto, finendo con il convertire in responsabilità per inadempimento qualsiasi responsabilità per fatto illecito.

Da un lato è stata autorevolmente avanzata la tesi per cui la situazione base, che si colloca all'origine della teoria della responsabilità da contatto sociale, risieda nella trattativa

[486] Nella giurisprudenza statunitense emerge un sistema della responsabilità delle agenzie di *rating* così sintetizzabile: le società di *rating* non rispondono per mera colpa nei confronti dei danneggiati dal *rating*, qualunque sia la *cause of action* su cui l'attore abbia poggiato la propria pretesa risarcitoria. Ciò si deve (i) in sede contrattuale all'accertamento da parte dei giudici della generale validità ed efficacia delle clausole pattizie che escludono la responsabilità delle agenzie per colpa "semplice", e (ii) in sede extracontrattuale, nell'ipotesi di *rating* diffuso al pubblico, all'estensione ai rating di una regola generale di non imputabilità dei danni da informazioni finanziarie semplicemente colpose, fondata sul princpio che la diffusione del *rating* sarebbe inidonea a stabilire una *fiduciary relationship* tra le agenzie e gli informati. Cfr. F.DRIGO, *La responsabilità delle agenzie di* rating *per il danno all'informato*. *L'esperienza statunitense*, in *Rass. dir. civ*., 2006, 535.

precontrattuale, che instaura il diretto contatto fra le parti e genera l'aspettativa di protezione[487].

Dall'altro lato, tuttavia, si va affermando un orientamento più favorevole all'allargamento dell'area della responsabilità da contatto sociale, soprattutto nella recente giurisprudenza italiana di legittimità, a mente del quale la distinzione tra responsabilità contrattuale ed extracontrattuale si ravviserebbe essenzialmente nel fatto che quest'ultima dipenderebbe dalla violazione di un dovere primario di non ledere ingiustamente la sfera di interessi altrui; di conseguenza la responsabilità aquiliana nascerebbe con la stessa obbligazione risarcitoria, laddove quella contrattuale presupporrebbe l'inadempimento di uno specifico obbligo giuridico già preesistente e volontariamente assunto nei confronti di un determinato soggetto (o di una determinata cerchia di soggetti)[488].

In quest'ottica deve esser letta, ad avviso della Suprema Corte di Cassazione, anche la disposizione dell'art. 1173 c.c. che classifica le obbligazioni in base alla loro fonte ed espressamente distingue le obbligazioni da contratto da quelle da fatto illecito. Si potrebbe tuttavia sostenere che la nozione di obbligazione contrattuale contenuta nell'articolo menzionato abbia una valenza più ristretta di quella prospettata, e che pertanto le obbligazioni derivanti dalla violazione di specifiche norme o principi giuridici preesistenti ricadano nell'ulteriore categoria degli *altri atti o fatti idonei a produrre obbligazioni in conformità dell'ordinamento giuridico*, cui pure la medesima norma fa riferimento. Piuttosto che obbligazioni di natura contrattuale dovrebbero insomma definirsi obbligazioni *ex lege*.

---

487 C.CASTRONOVO, *Obblighi di protezione e tutela del terzo*, in *La nuova responsabilità civile*, Milano, Giuffré, 1997, 166. Come osserva A.MAZZONI, *Osservazioni in tema di responsabilità civile degli analisti finanziari*, in *Governo dell'impresa e mercato delle regole*, Scritti giudici per Guido Rossi, Giuffré, Milano, 2002, I, 642, «*è indubitabilmente circostanza creatrice di doverosità specifica il fatto per un soggetto di aver stipulato un contratto; ma lo è anche il trovarsi in uno status soggettivo o in una situazione oggettiva nella quale un precetto generale di legge gli prescrive l'osservanza di certi* standard *di comportamento verso uno o più altri soggetti individuati o individuabili in ragione delle circostanze; e lo è pure la consapevolezza, che egli ha effettivamente o che gli viene imputata per fictio iuris, del rischio di danno* contra ius *o* sine iure *al quale il suo comportamento espone altri soggetti con cui entra in un rapporto anche soltanto sociale o anche soltanto indiretto, purché si tratti di soggetti da lui previamente identificabili e la cui esposizione al rischio sia da lui prevedibile*».

488 Cass., sez. un., 26 giugno 2007, n. 14712, in *Banca e borsa*, 2008, II, 567.

La questione sembra avere un valore essenzialmente classificatorio, giacché in linea generale il regime cui sono soggette siffatte obbligazioni *ex lege* non si discosta da quello che connota le obbligazioni contrattuali in senso stretto. In ogni caso, tenuto conto del carattere piuttosto vago della definizione adoperata per individuare tale ulteriore categoria di obbligazioni, e considerate le difficoltà in cui si è sempre incorsi nell'interpretare questa espressione normativa, appare preferibile circoscriverne la portata alle sole obbligazioni che con sicurezza ne costituiscono la base storica: quelle integranti la cosiddetta responsabilità da fatto lecito (*in primis* la responsabilità derivante dalla gestione di affari altrui o dall'arricchimento privo di causa) la quale né presuppone l'inesatto adempimento di un obbligo precedente (di fonte legale o contrattuale che sia) né dipende da comportamenti illeciti in danno altrui[489].

Da tali premesse la giurisprudenza di legittimità italiana conclude, in un recente caso paradigmatico, per la natura contrattuale della responsabilità della banca negoziatrice di assegni bancari (o circolari) - la quale abbia pagato detti assegni in violazione delle specifiche regole poste dalla legge assegni, art. 43, comma 1 - nei confronti di tutti i soggetti nel cui interesse quelle regole sono dettate e che, per la violazione di esse, abbiano sofferto un danno.

Le motivazioni a sostegno della predetta tesi sono di principio, e quindi volendo applicabili, *mutatis mutandis*, anche a casi similari come potrebbe in astratto rivelarsi quello della responsabilità delle agenzie di *rating* nei confronti degli investitori.

Ma procediamo con ordine.

La Corte di Cassazione ha qualificato in termini *contrattuali* la responsabilità della banca nel caso richiamato, e ciò in virtù del fatto che le regole di circolazione e di pagamento dell'assegno munito di clausola di non trasferibilità, pur certamente svolgendo anche un'indiretta funzione di rafforzamento dell'interesse generale alla regolare circolazione dei titoli di credito, appaiono essenzialmente volte a tutelare i diritti di coloro che alla circolazione di quello specifico titolo sono interessati, ciascuno dei quali avendo ragione di confidare sul fatto che l'assegno verrà pagato solo con le modalità e nei termini che la legge prevede, la cui concreta attuazione, proprio

[489] Cass., sez. un., 26 giugno 2007, n. 14712, in *Banca e borsa*, 2008, II, 567.

per questo, è rimessa ad un banchiere, «*ossia ad un soggetto dotato di specifica professionalità a questo riguardo. Ed è appena il caso di aggiungere che tale professionalità del banchiere si riflette necessariamente sull'intera gamma delle attività da lui svolte nell'esercizio dell'impresa bancaria, e quindi sui rapporti che in quelle attività sono radicati: giacché per lo più si tratta di rapporti, per così dire, asimmetrici, per la corretta attuazione dei quali il banchiere dispone di strumenti e di competenze che normalmente gli altri soggetti interessati non hanno. Dal che appunto dipende, per un verso, l'affidamento di tutti gli interessati nel puntuale espletamento, da parte del banchiere, dei compiti inerenti al servizio bancario e, per altro verso, la specifica responsabilità in cui il banchiere medesimo incorre nei confronti di coloro che con lui entrano in contatto per avvalersi di quel servizio, ove, viceversa, egli non osservi le regole al riguardo prescritte dalla legge*»[490].

[490] Così Cass., sez. un., 26 giugno 2007, n. 14712, in *Banca e borsa*, 2008, II, 567, che poi specifica: «*È bensì vero che l'ordinamento conosce anche casi di responsabilità aquiliana contemplati da norme specifiche, che costituiscono attuazione del principio generale posto dall'art. 2043 c.c., ma deve pur sempre trattarsi di situazioni nelle quali la responsabilità si manifesta primariamente nell'obbligo risarcitorio. Qui, invece, in capo al banchiere presso cui l'assegno non trasferibile è posto all'incasso sorge, prima d'ogni altro, un obbligo professionale - derivante dalla sua stessa funzione, in considerazione della quale la legge stabilisce, appunto, che l'assegno possa esser girato per l'incasso solo ad un banchiere - di far sì che il titolo sia introdotto nel circuito di pagamento bancario in conformità alle regole che ne presidiano la circolazione e l'incasso. E la responsabilità deriva appunto dalla violazione di un siffatto obbligo di protezione, che opera nei confronti di tutti i soggetti interessati alla regolare circolazione del titolo ed al buon fine della sottostante operazione: obbligo preesistente, specifico e volontariamente assunto. Il che, per le ragioni dianzi chiarite, necessariamente conduce fuori dall'ambito della responsabilità aquiliana, non permette di configurare un caso di responsabilità ex lege (intesa come responsabilità da atto lecito) e porta invece a concludere per la natura (lato sensu) contrattuale della responsabilità ricadente sulla banca a norma della L. assegno, citato art. 43, comma 2. La conclusione cui si è pervenuti circa la natura della responsabilità di cui si discute ha un'ovvia quanto immediata conseguenza in ordine al termine di prescrizione cui è soggetta l'azione di risarcimento proposta dal danneggiato. Esclusa la natura aquiliana di detta responsabilità, è infatti evidente che nessuno spazio può trovare, in un caso come questo, la disposizione dell'art. 2947 c.c., secondo cui il diritto al risarcimento del danno derivante da fatto illecito si prescrive in cinque anni dal giorno in cui il fatto si è verificato. Resta invece applicabile, in difetto di altra disposizione che più specificamente si attagli alla fattispecie, il regime della prescrizione ordinaria decennale stabilito dall'art. 2946*

Ebbene, riconducendo la riflessione a quanto qui interessa, alla luce della recente emanazione di articolati normativi primari tendenzialmente completi che – in attuazione dei principi basilari di tutela del risparmio – hanno regolamentato negli Stati Uniti e nell'Unione europea l'accesso all'attività di *rating* da parte degli operatori, regolandone requisiti di ammissione e *standard* professionali minimi sulla cui detenzione è esercitata in via preventiva e poi continuativa una vigilanza esterna ed effettiva, l'analogia con la fattispecie decisa nei termini anzidetti dalla Cassazione non è poi così poco intuitiva.

Alla luce delle considerazioni sopra svolte circa il ruolo quasi-pubblicistico che le regolamentazioni di ogni dove assegnano in maniera sempre crescente ai *rating* emessi dalle principali agenzie, della fiducia di cui le stesse godono sui mercati, degli elevati *standard* cui adesso sono sottoposte, non può ad oggi escludersi con nettezza che – a quelle tra le società di *rating* che sono sottoposte alle norme primarie in materia di registrazione e di vigilanza – possano trovare applicazione, *mutatis mutandis*, i principi giurisprudenziali richiamati con la conseguenza di estendere il regime del contatto sociale qualificato ai rapporti fra società di *rating* registrate e terzi investitori di buona fede assoggettandoli in tal modo alle regole di responsabilità stabilite per le relazioni contrattuali[491].

---

c.c., come statuito dall'impugnata sentenza». Al riguardo è stato osservato in dottrina G.VISINTINI, *La responsabilità della banca per false informazioni nel quadro dei servizi ai clienti*, in *Mercato finanziario e tutela del risparmio*, *Trattato di dir. comm. e di dir. pubbl. dell' ec.* a cura di F.Galgano, 2006, Cedam, Padova, 132, che, anche a voler aderire a una siffatta ricostruzione, in ogni caso «*occorre come in tutti i casi di responsabilità professionale dimostrare una colpa grave della banca e l'affidamento riposto dal danneggiato, in buona fede, nella false informazioni della banca stessa*».

[491] D'altra parte, autorevole dottrina si è occupata del tema in termini generali in tempi non sospetti. Infatti G.ALPA, *Il danno da informazione economica*, in *Riv. not*., 1977, 1103, osservava: «*ogni tentativo di assegnare alla circolazione di informazioni economiche una precisa disciplina deve muovere da una attenta analisi dei criteri di selezione degli interessi; in assenza di regole di carattere generale, occorre fare riferimento dapprima al particolare vincolo che si istituisce tra informatore ed informato, all'interno di un rapporto che (se non è destinato alla partecipazione di notizie, necessariamente) risulta accessivo ad altri rapporti negoziali preesistenti tra le parti, ovvero trae origine dal "contatto sociale" che si manifesta nell'atto illecito; in quest'ultima ipotesi, allora è necessario individuare i singoli presupposti dell'atto, specificare il significato di ingiustizia del danno,*

Da quanto precede, anche a voler ragionare in termini di responsabilità contrattuale fondata sul contatto sociale intervenuto tra il terzo e l'agenzia[492], non si può, automaticamente, far derivare dalla semplice diffusione di *rating* errati[493] una responsabilità nei confronti

---

accertare il nesso di causalità tra l'atto e l'evento e, ancora, delineare la colpa (o il dolo) dell'agente».

[492] Si noti che, nel concreto, il "contatto" fra agenzia di *rating* e investitore che ne consulta i giudizi si viene a generare ove quest'ultimo decida di consultare i *rating* direttamente sul sito *internet* dell'agenzia (e non *aliunde* trovandoli riportati da altri su altri mezzi di informazione). Per poter fare ciò, l'investitore è tenuto a sottoscrivere i termini e le condizioni (*terms and conditions*) di accesso ai *rating* pubblicati da quell'agenzia e alle metodologie valutative e quant'altro reso pubblicamente disponibile al riguardo (se l'emittente è sotto osservazione, l'*outlook* del giudizio, l'ultima data in cui il *rating* è stato aggiornato, ecc.). Infatti, per consultare gratuitamente i *rating* emessi dalle agenzie è necessario completare un processo di registrazione di alcuni dati dell'utilizzatore nel sito *internet* dell'agenzia, previa sottoscrizione dei termini e delle condizioni di utilizzo (*terms and conditions*). Se per un verso è vero che sottoscrivendo tali termini e condizioni di utilizzo l'investitore è chiamato a dichiarare di aver preso visione degli ammonimenti provenienti dall'agenzia, per esempio in relazione alla natura di mera opinione del *rating* e alla necessità di integrarne la valenza informativa con ulteriori indagini autonome da parte dell'utilizzatore, per altro verso è parimenti vero che per effetto della sottoscrizione dei *terms and conditions* e della conseguente registrazione di alcuni dati dell'investitore presso l'archivio informatico dell'agenzia (nominativo, professione, indirizzo, ecc.) si viene a creare – sia pure su base esclusivamente telematica – il contatto rintracciabile fra valutatore e utilizzatore. Il contatto telematico diretto fra agenzia e investitore presuppone che quest'ultimo consulti i *rating* dal sito *internet* dell'agenzia che li ha emessi. In questo modo, tra l'altro, l'investitore potrà disporre, sempre gratuitamente, di ulteriori informazioni in relazione ai *rating* consultati che ne integrano il processo cognitivo e il ventaglio di dati a sua disposizione ai fini della formazione di un giudizio esaustivo sull'investimento. Tuttavia, essendo i *rating* informazioni pubbliche disponibili, e come tali suscettibili di circolazione non appena comunicate per la prima volta al pubblico indistinto dei risparmiatori, potrà darsi il caso che l'investitore ne venga a conoscenza in altra maniera diversa dall'accesso diretto, previa registrazione, presso il sito *internet* dell'agenzia. Si pensi ad esempio al caso in cui il *rating* dell'emittente valutato sia disponibile direttamente presso il sito *internet* di quest'ultimo ovvero contenuto in più ampie raccolte pubblicate da esperti del settore, o ancora conosciuto tramite accesso al sito *internet* di Borsa Italiana (in cui la pubblicazione del *rating* delle società quotate in Italia è obbligatoria), e via discorrendo. In tale evenienza il contatto fra agenzia e investitore si fa più indiretto e sfumato, ma non per questo, come osservato nel testo, inesistente o irrilevante.

[493] Le considerazioni sopra svolte in ordine alla natura della responsabilità di operatori qualificati (quali ad esempio le agenzie di *rating*) derivante dalla diffusione di informazioni inesatte valgono anche, *mutatis mutandis*, per il caso in

degli investitori per i pregiudizi da questi subiti. In tale ipotesi, infatti, si deve accertare se il danno patito sia risarcibile secondo le norme che disciplinano la causalità giuridica, che notoriamente svolge la funzione di selezionare le conseguenze dannose.

Troverebbe pertanto applicazione la regola sancita dall'art. 1223 c.c. che, in caso di inadempimento del debitore, delimita le conseguenze risarcibili, dovendosi quindi verificare se tali conseguenze si configurino come sviluppo del rischio che una corretta esecuzione della prestazione avrebbe permesso di arginare.

In altri termini, anche a voler configurare la responsabilità in questione in termini di obblighi di protezione da contatto sociale, dovrebbe in ogni caso accertarsi se il danno patito dall'investitore sia

---

cui la condotta rimproverabile e addebitabile al soggetto qualificato sia di natura omissiva (ad esempio, nel caso che qui interessa, l'aggiornamento tardivo di un *rating* già pubblicato). Infatti, sebbene con riferimento anche in questo caso alla responsabilità da contatto sociale del'istituto bancario, la Cassazione ha individuato una responsabilità omissiva in capo ad una banca che non si era attivata per comunicare un pagamento tardivo al fine di impedire che fosse levato il protesto nei confronti di un soggetto adempiente (Cass. 13 maggio 2009, n. 11130, in *www.ilcaso.it*). Con le parole della Suprema Corte: «*l'obbligo della Banca Nazionale dell'Agricoltura, di attivarsi per impedire la levata del protesto, possa essere individuato, se non nel rapporto dì mandato (questo intercorrendo fra il Parisi ed il Banco di Napoli piuttosto che fra il Parisi e la B.N.A.), in una responsabilità da contatto* […]. *Ora nel caso di specie non può dubitarsi che fosse dovuta dalla Banca, che aveva provveduto a rivolgere al Notaio la richiesta del protesto, la notizia riguardante un fatto nuovo, idoneo a dispiegare effetti sostanziali e risolutivi sulla posizione del debitore traente del titolo cambiario. La levata del protesto, infatti trovava il suo presupposto fondante nel mancato pagamento, l'intervenuto pagamento faceva venir meno il presupposto su cui si fondava il protesto. Quindi, appare innegabile l'obbligo della Banca che tale protesto aveva richiesto ad attivarsi per impedire gli effetti pregiudizievoli di un evento che non aveva più una sua ragion d'essere a fronte dell'intervenuto pagamento del titolo* […]. *È vero che, affinché una condotta omissiva possa essere assunta come fonte di responsabilità per danni, non basta riferirsi al solo principio del "*neminem laedere" *o ad una generica antidoverosità sociale della condotta del soggetto che non abbia impedito l'evento, ma occorre individuare, caso per caso, a carico di quest'ultimo, un vero e proprio obbligo giuridico di impedire l'evento lamentato, il quale può derivare o direttamente da una norma, ovvero da uno specifico rapporto negoziale o di altra natura intercorrente fra il titolare dell'interesse leso e il soggetto chiamato a rispondere della lesione (Cass. sez. 3^, sent. n. 13957 del 30/06/2005, rv. 582568; conformi: n. 9590 del 1998 rv. 519150, n. 63 del 2003 rv. 559462, n. 13892 del 2005 rv. 582559)*».

risarcibile secondo le norme che disciplinano la causalità giuridica[494] e, segnatamente, attraverso l'art. 1223 c.c., dovendosi verificare se l'investitore sarebbe stato comunque esposto al pregiudizio subito a prescindere dal *rating* inesatto ovvero se la perdita subita derivi in via immediata e diretta dal comportamento della società di *rating*[495].

[494] Sul punto da ultimo M.SCIUTO, *Il danno dell'investitore*, in *Riv. dir. impr*., 2009, 49 ss.

[495] G.FACCI, *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, in *Contr. e impresa*, 2008, 198 ss. L'Autore rammenta come, anche ragionando in termini di responsabilità contrattuale, essendo l'obbligazione delle società di *rating* un'obbligazione di mezzi e non di risultato, non si può sostenere che in ogni caso in cui vi sia un'insolvenza dell'emittente, nonostante il *rating* positivo, vi possa essere una responsabilità dell'agenzia.