



UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI NAPOLI FEDERICO II
FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA

INNOVAZIONE E DIRITTO

PROFILO EVOLUTIVO DEL RUOLO DEL *RATINGE* PROSPETTIVE DI RIFORMA¹

di Marilena Rispoli Farina²

ABSTRACT

The crisis has highlighted the need for a substantial reform of the rating industry, leading to the opening of a comparison between national and supranational institutions to strengthen the legal framework.

The investigation of the forms of regulation identified at international and European level on the rating company is directly related to the role that the rating has gradually assumed in the economy and financial markets. The regulators are oriented, in a first stage, to promote and then, subsequently, to discourage, or at least to reduce, the use of the rating.

Starting from these premises, the present work deals with examining critically the new and more stringent rules for the activities of credit rating agencies ordered by the EU Regulation 462/2013. By incorporating most of the proposals made by the Commission in November 2011, the Regulation lays down rules aimed at increasing the efficiency of the agencies, to protect investors and ensure the transparency of the internal market. The new rules will certainly not be able to eliminate any risk or problem in the European market, but the stringent regulation in the area of governance, ownership structure, sovereign ratings, conflicts of interest and liability seems to be a solid first step towards greater transparency and stability of financial markets.

SOMMARIO: 1. Premessa. Il ruolo e la funzione del *rating*. – 2. La prima fase della regolazione: negli USA. – 2.1. (Segue): in Italia e in Europa. – 3. Le tendenze attuali nella regolamentazione delle attività di *rating*. – 3.1. L'inversione di tendenza? – 4. Verso il regolamento n. 362/2013. I limiti della legislazione previgente per la Commissione Europea. I rimedi individuati. – 4.1. Sussidiarietà e proporzionalità nelle proposte di modifica del regolamento. – 4.2. Le modifiche al regolamento: l'ambito applicativo delle norme comunitarie. – 4.3. Modifiche volte a promuovere l'indipendenza delle agenzie di *rating* del credito. – 4.4. Modifiche relative alla comunicazione di informazioni sulle metodologie delle agenzie, sui *rating* del credito e sulle prospettive dei *rating*. – 4.5. Modifiche in relazione ai *rating* sovrani. – 4.6. Modifiche relative alla comparabilità e alle provvigioni per i *rating* del

¹ Relazione tenuta presso il Dipartimento di Giurisprudenza dell'Università di Siena, il 18 novembre 2013, nell'ambito del progetto PRIN :*"La governance dei mercati nell'Unione Europea"*.

² Professore Ordinario di Diritto Commerciale Università degli Studi di Napoli "Federico II"

credito. – 4.7. Modifiche relative alla responsabilità civile delle agenzie di *rating* nei confronti degli investitori. – 4.8. Altre modifiche. L'agenzia europea di *rating*. – 5. Il ruolo dell'AESFEM. – 6. L'attuazione delle riforme più recenti. – 6.1. Quadro generale sull'applicazione dei Principi da parte delle autorità nazionali. – 6.2. Ambiti nei quali è necessario accelerare il processo di revisione. – 6.3. Condizioni aggiuntive per la piena applicazione dei principi.

1. Premessa. Il ruolo e la funzione del rating.

L'indagine sulle forme di regolamentazione individuate a livello internazionale ed europeo sulle società di *rating* deve essere necessariamente condotta alla luce del ruolo che il *rating*³ ha progressivamente assunto nell'economia finanziaria e alla considerazione del fenomeno che è stata assunta dai regolatori. Questi si sono orientati, in una prima fase, a favorire e poi, successivamente, a scoraggiare, o quantomeno a ridimensionare, l'utilizzazione del *rating*⁴.

L'ampia letteratura che si occupa del tema⁵ ha evidenziato il progressivo mutamento delle funzioni del *rating*. Nel modello originario⁶ il *rating* ha avuto lo scopo di ridurre il *gap* di

³Il *rating* è una opinione tecnicamente qualificata, diffusa nei circuiti informativi, sulla solvibilità di un debitore, pubblico o privato. Può riguardare la solvibilità complessiva del debitore, ma di solito riguarda gli strumenti finanziari da questo emessi; può essere richiesto (e anche pagato) o non richiesto dal soggetto valutato. Si veda in proposito FERRI, LACITIGNOLA, *Le agenzie di rating*, Bologna 2009.

Il Regolamento Ce n.1069/2009 definisce come *credit rating* "Il parere relativo del merito creditizio di un'entità, di un'obbligazione di debito o finanziaria, di titoli di debito, di azioni privilegiate o di alcuni strumenti finanziari, o di un'emittente di un debito, di un'obbligazione di debito o finanziaria, di titoli di debito, di azioni privilegiate, di altri strumenti finanziari, emessi utilizzando un sistema di classificazione in categorie di rating stabilito e definito". Per un'esauriente quadro delle problematiche del *credit rating* alla luce della più recente evoluzione normativa, si veda FRATINI, *Commento all'art.4bis*, in FRATINI GASPARRI (a cura di) *IL TESTO UNICO DELLA FINANZA*, UTET Torino 2013, *Tomo primo (artt 1-90)*, pp140ss.

⁴ Si veda BASSO, *Odi et amo: il regolatore e la "Buona reputazione" delle agenzie di rating*. *Relazione* al convegno "Le agenzie di rating" Salerno, 8-9 novembre 2012, in corso di stampa.

Per una visione interdisciplinare del *rating*, e per i singoli profili, si rinvia agli Atti del Convegno, *Il Rating: mito realtà, narrazioni*, Venezia del 5 ottobre 2012, pubblicati in A.G.E., *Il rating, mito, realtà, narrazioni*, Bologna, n. 2, 2012.

⁵ Per i profili pubblicistici, un riepilogo è in AMOROSINO, *Rilevanze pubblicistiche dell'attività di rating finanziario*, *Relazione*, al Convegno "Le agenzie di rating", Salerno 8-9-novembre 2014. Ora anche in *D.B.MF.*, 2013, I, 415 ss.

⁶ Per un'ampia ricostruzione si vedano PARMEGGIANI, *La regolazione delle agenzie di rating tra tentativi incompiuti e prospettive future*, in *Giur. comm.*, 2010, I, 1-34 e bibliografia *ivi* citata; THE WORLD BANK, *Credit Rating agencies. No Easy Regulatory Solutions*, *Crisis Response*, October 2009; Hunt, *Credit Rating Agencies and the "Worldwide Credit Crisis": The Limits of Reputation, the Insufficiency of Reform, and a Proposal for Improvement*, in *Columbia Business Law Review*, n. 1, 2009; ROUSSEAU, *Regulating Credit Rating Agencies after the Financial Crisis: The Long and Winding Road Toward Accountability*, July 23, 2009 *Capital Markets Institute Research Paper*; DITTRICH, *The Credit Rating Industry: Competition and Regulation*, June 4, 2007, disponibile all'indirizzo SSRN: <http://ssrn.com/abstract=991821>

informazione tra i soggetti operanti nel mercato finanziario e si rappresenta come un bene che incorpora una specifica informazione.

Il particolare valore informativo (*information value*) del *rating* rileva in quanto indicatore prospettico che si presenta di facile e immediata percezione. Il suo successo è stato determinato in relazione alla possibilità di offrire certezze, nell'ambito delle incertezze del mercato ⁷.

Insieme al bene *informazione* le agenzie introducono un ulteriore elemento, la reputazione (*reputational value*), che gli emittenti conseguono in primo luogo nelle ipotesi in cui il giudizio risulti positivo, ma anche in parte soltanto per aver fatto ricorso al *rating* e aver accettato di sottoporsi ad un continuo *test* della loro affidabilità ⁸.

La seconda funzione consiste in un'attività, definita dalla letteratura internazionale di "certificazione" ⁹, riferita all'utilizzo del *rating* al fine di operare una distinzione tra titoli con diversi indici di rischio e per individuare termini e clausole all'interno di contratti finanziari ¹⁰.

La terza funzione rappresenta una variante ormai molto diffusa della funzione di "certificazione", concernente elementi contrattuali o pratiche di mercato. È stata riscontrata, infatti, una utilizzazione pervasiva del *rating* all'interno di numerose procedure di regolazione. È negli USA, patria di origine del *rating*, che si riscontrano le prime misure regolatorie che utilizzano il *rating* come parametro già negli anni '30 dello scorso secolo, e non a caso a margine della grande crisi ¹¹, con un progressivo incremento nel tempo, in particolare negli anni '70 ¹².

or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.991821>. Sul ruolo originario di *gatekeeper* delle agenzie di rating si veda PORZIO, *Le agenzie di rating*, in *DBMF*, I, 2013, 406. Il mercato finanziario oggi, è caratterizzato dalla presenza di "una catena di *gatekeeper*" ognuno dei quali si caratterizza per la fiducia che suscita negli operatori e nel mercato. Ogni *gatekeeper* deve avere fiducia nell'esattezza delle informazioni che riceve dall'altro, perché la "rete" sia efficace.

⁸ Cfr. AMMANNATI, *Mercati finanziari, società di rating ed organismi di certificazione*, in *Amministrazione in cammino*, 2012, 5 ss. TROISI, *Le agenzie di rating, Regime disciplinare e profili evolutivi*, Padova, 2013.

⁹ INTERNATIONAL MONETARY FUND, *The uses and abuses of sovereign ratings*, in *Global Stability Review*, 2010, 85-122.

¹⁰ Cfr. HILL, *Regulating the rating agencies*, in <http://ssrn.com/abstracts>, =452022, 5 ss.; Justensen, *Ratings Recall: Will new Reform Proposals Make Lasting Impact?*, in *The Journal of Corporation Law*, vol. 35, issue 1, 2009, 193 ss.

¹¹ Si varò una misura che consentiva agli intermediari finanziari di iscrivere in bilancio al valore di acquisto solo i titoli che avessero ottenuto un favorevole *rating*. In caso di valutazione sfavorevole, i titoli andavano valutati al valore di mercato. Le misure introdotte miravano a porre un freno all'attività speculativa degli istituti finanziari e si tradussero in un limite alla negoziazione che influenzò notevolmente i mercati. Si veda AMMANNATI, *Mercati*, 6.

¹² Ampiamente PARTNOY, *The siskel and Ebert of financial markets. Two Thumbs Down for the credit rating agencies*, 1999, in <http://ssrn.com/abstract=167412>, 619 ss. Nel 1975 la SEC prevede la registrazione pubblica delle agenzie e incoraggia gli investitori istituzionali ad acquistare i titoli che ricevono un giudizio positivo dalle agenzie registrate.

Il fenomeno si è esteso anche in Europa¹³. L'esempio più significativo di affidamento sui *rating* da parte della regolazione a livello globale è rappresentato dagli accordi di “Basilea 2” del 2004 sui requisiti di capitale delle banche, che sono stati estesi anche agli enti che nell'Unione europea operano a livello nazionale, grazie alle direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE¹⁴.

Come è noto, l'accordo cd “di Basilea 2” indica gli standard che le banche devono rispettare a fronte dei rischi connessi alla loro azione (rischio operativo, rischio di credito e rischio di mercato) laddove l'utilizzo dei *rating* è funzionale a quantificare la copertura, in termini di fondi propri, a fronte dell'esposizione al rischio di credito da parte delle banche¹⁵.

In Italia è da ricordare la legge n. 130 del 1999 (“Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti”) la quale, dando rilevanza al giudizio delle agenzie di *rating*, ha previsto 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” (art. 2, comma 4). La legge n. 130 ha delegato la Consob a fissare, con proprio regolamento, i requisiti di professionalità e i criteri richiesti a garanzia dell'indipendenza degli operatori che svolgono la valutazione del merito di credito¹⁶.

Ancora esemplificativo può essere l'art. 100-*bis*, comma 4, del testo unico della finanza (t.u.f.), che ha escluso che possa essere considerata “offerta al pubblico” la rivendita sistematica, a soggetti diversi dagli investitori qualificati, di titoli di stato emessi da paesi dell'area OCSE che vantino un *rating* di livello almeno pari all'*investment grade*, purché tale giudizio sia assegnato «da almeno due primarie agenzie internazionali» di *rating*.

¹³ AMOROSINO, *Profili*, 9, opportunamente rileva la asimmetria tra le fonti di regolazione delle agenzie di *rating*, costituite a livello globale essenzialmente da principi o indirizzi dettati da organismi internazionali (IOSCO, *Financial Stability Board*) in considerazione della difficoltà di creare un ordinamento finanziario internazionale, fondato anche su regole a “valenza precettiva diretta”. Si tratta quindi di forme di *soft law* o al massimo di *substitutive law*. Le regolazioni adottate in Europa e negli stati Uniti, invece, costituiscono vere regolamentazioni precettive, variamente articolate. Le difficoltà di una legislazione uniforme, sono evidenziate da CHITI, *Le architetture istituzionali della vigilanza finanziaria*, in NAPOLITANO (a cura di), *Uscire dalla crisi. Politiche pubbliche e istituzioni internazionali*, Il Mulino, Bologna 2012, 157 ss.

¹⁴ BASSO, *Odi et amo*, cit., opportunamente distingue tra: affidamento implicito dei regolatori (sulla buona reputazione del *rating*), presente in normative in cui si effettua un mero rinvio ai *rating* emessi dalle principali agenzie affermatasi a livello internazionale, quali la legge sulla cartolarizzazioni, n. 130/1999; ed affidamento esplicito, quali si rileva in normative in cui si utilizzano ai fini regolamentari *rating* che corrispondano a determinati requisiti. Un esempio è all'accordo di Basilea 2 e alla sua attuazione nei singoli ordinamenti giuridici.

¹⁵ Si preferisce così il riferimento alla valutazione esterna (metodo standardizzato), mentre il ricorso al “metodo basato sui *rating* interni” deve essere autorizzato dall'Autorità nazionale. Si veda ENRIQUES, GARGANTINI, *Regolamentazione dei mercati finanziari, rating e regolamentazione del rating*, in *A.G.E.*, 2012, n. 2, 476 ss.

¹⁶ Si veda il regolamento Consob n. 12175 del 1999.

Nel contesto europeo, quantunque le indagini sulla crisi finanziaria¹⁷ evidenziassero il ruolo negativo giocato dalle società di *rating*, il *Committee of European Securities Regulator* (CESR), cui succederà la nuova Autorità, la *European Securities and Markets Authority* (ESMA, in seguito con l'acronimo italiano "AESFEM"), competente, tra l'altro, per la procedura di registrazione e per la vigilanza delle Agenzie di Rating del Credito (CRA), ha continuato a dimostrare fiducia ed attribuire rilevanza ai giudizi delle società di *rating*. Esempio è l'approvazione nel maggio del 2010 di linee-guida, in virtù delle quali i fondi monetari hanno potuto investire unicamente in titoli dotati di *rating* elevato¹⁸.

La funzione dei servizi di *rating* ha pertanto subito una ulteriore, quanto significativa "mutazione". Alla trasformazione intervenuta con il passaggio al modello "*issuer paid*", che ha rappresentato la prima evoluzione del *rating*, con i conseguenti problemi relativi al conflitto di interessi impliciti al modello¹⁹, si è aggiunto l'intervento diretto del regolatore che per legge prevede l'applicazione di un trattamento normativo favorevole all'emittente in possesso di un *rating* al di sopra di una determinata soglia. Siffatta previsione è alla base della trasformazione del ruolo svolto dalle agenzie nell'ambito dei mercati finanziari.

L'incrementarsi del fenomeno della inclusione del *rating* nella normativa finanziaria è stato l'espressione dell'affidamento crescente, fino a diventare eccessivo, del regolatore sui giudizi delle agenzie²⁰. Il *rating* ha assunto il ruolo di un parametro fondamentale e imprescindibile, quasi una "forza di legge", avente *rilevanza normativa*²¹.

¹⁷ Di particolare interesse l'analisi di MACCOY, Il Contagio dei *subprime*, in RISPOLI FARINA, ROTONDO (a cura di), *La crisi dei mercati finanziari*, Milano, 2009, 25, tra i primi Autori a segnalare i rischi connessi alla crisi dei mutui *subprime*. La MACCOY evidenzia inoltre il ruolo delle banche di investimento nel collocamento delle operazioni di *securitization* dei *subprime* e delle agenzie di *rating* nel sottostimare i rischi dei titoli *subprime* garantiti da ipoteca e delle obbligazioni del tipo CDO (*collateralized debt obligations*). Si veda inoltre SCALCIONE, *Regolamentazione dei rating e delle credit agencies: una voce fuori dal coro*, in DBMF, 2013, I, 250.

¹⁸ Nel giugno 2013 l'ESMA ha pubblicato sul proprio sito il "*Final Draft*" delle "Linee Guida" (*Final Report Guidelines and Recommendations on the Scope of the CRA Regulation*) relative al reg. UE n. 1060/2009, che contiene l'inquadramento normativo fondamentale in materia di CRA. Le Linee Guida sono frutto dell'esperienza sin qui maturata dall'ESMA relativamente alle attività di registrazione e vigilanza sulle CRA e stabiliscono dei criteri di interpretazione del Regolamento, in ordine, in particolare, ai seguenti argomenti: i) l'obbligo di registrazione delle CRA per potere svolgere le proprie attività; ii) le attività di CRA per le quali non è necessaria la registrazione; iii) la costituzione di filiali e sedi secondarie al di fuori dell'UE da parte di CRA; iv) raccomandazioni specifiche di trasparenza; v) strumenti giuridici a disposizione per assicurare l'osservanza del Regolamento.

¹⁹ Nei modelli inizialmente diffusi di *rating*, il pagamento della prestazione avveniva da parte degli investitori, mentre successivamente si è affermato il modello dell'*issuer paid*, nell'ambito del quale è l'emittente dei titoli a pagare. L'*issuer rating* è proprio il *rating* correlato alla capacità ed alla stabilità finanziari dell'emittente. Si v. FERRI, LATICIGNOLA, *Le agenzie di rating*, Bologna, 2009, 19 ss.

²⁰ PETIT, *Credit rating agencies, the sovereign debt crisis and competition law*, in *European Competition Journal*, 2001, n. 3, 587 ss.; PONCE, *The quality of credit ratings: a two-sided market perspective*, in *Quaderni BCU*, n. 2/2009.

²¹ Il punto è oggetto di analisi da parte della dottrina pubblicistica. Si vedano, in particolare, i contributi di PIANESI, *Le agenzie di rating tra privatizzazione di funzioni pubbliche e opinioni private "geneticamente modificate"*, in *Riv. trim. dir. pub.*, n. 1/2011, 179 ss.; PINELLI, *L'incontrollato potere delle agenzie di rating*, in *Costituzionalismo.it*, 1

L'attribuzione al *rating* di un valore normativo trasforma le agenzie in venditori di un "trattamento regolamentare", la c.d. "*regulatory license*", così come ha evidenziato Partnoy in un famoso saggio che risale al 1999²². Di conseguenza, le agenzie agiscono come peculiari *gatekeeper* che, invece di determinare semplicemente quali soggetti possono operare sul mercato, decidono col proprio *rating* (giudizio) quali soggetti possono beneficiare di un trattamento regolamentare più favorevole²³.

In sintesi, le agenzie si trasformano da *soggetto che vende un giudizio che incorpora un valore informativo* in soggetti che vendono una *regulatory licence*. Si prospetta così un evidente paradosso: a fronte di un decrescente *informational value* del *rating*, l'importanza e la floridezza delle stesse agenzie hanno assunto un andamento sempre crescente.

Partnoy ha individuato una causa importante, se non la principale, dei recenti episodi critici dei mercati finanziari, proprio nella "*overdependence*" dal *rating* "veicolato dalla regolazione come parametro normativo".

Sulla base di queste evidenze critiche, considerata la portata e l'impatto del fenomeno, i regolatori statunitensi hanno iniziato ad affrontare il problema e la stessa SEC ha proposto una serie di interventi, procedendo per gradi.

Gli scettici hanno posto in evidenza che, indipendentemente dalla efficacia regolatoria, ovvero pur intervenendo il legislatore a ridurre il riferimento ai giudizi di *rating*, i mercati e gli operatori hanno continuato a mantenere fiducia nel *rating* e ad esserne praticamente dipendenti.

Dopo molti anni di incontrastato dominio delle agenzie²⁴, infatti l'utilizzo del *rating* è talmente entrato a far parte della "cultura finanziaria" che gli stessi comportamenti economici ne sono rimasti influenzati²⁵.

Quantunque nei confronti delle società di *rating*, a partire dalla crisi del 2008, si sia sviluppato un atteggiamento estremamente critico, come si è già rilevato, l'utilizzo della *regulatory license* non è stato abbandonato. Ne è stata prova il regolamento europeo n. 1060 del 2009 (su cui *infra*) che, pur con opportune cautele, consente alla banche, imprese di investimento o di assicurazione ed ad altri organismi di utilizzare "a fini regolamentari solo

giugno 2012; BENEDETTI, *Certezza pubblica e "certezze" private. Profili pubblici e certificazioni di mercato*, Milano, 2010, ed in particolare 32 ss. e 73 ss; AMMANNATI; AMOROSINO, *Rilevanze pubblicistiche*.

²² PARTNOY, *op. cit.*, 681 ss.

²³ PARTNOY, *How and why the credit rating agencies are not like other gate keepers*, in <http://srrn.com/abstract=900257>, 59-11 (may 2006).

²⁴ PINELLI, *op. cit.*; PRESTI, *Le agenzie di rating: dalla protezione alla regolazione*, in *Jus*, 2009, 65 ss.

²⁵ PARTNOY, *Overdependence on credit agencies was a Primary cause of the crisis*, in <http://srrn.com/abstract=1430653> (July 2009). Si vedano pure FERRI, LACITIGNOLA, *Concorrenza e agenzie di rating: il dibattito economico*, in *A.G.E., Il Rating: mito, realtà, narrazioni*, n. 2, 2012; IMF, *The uses and abuses of sovereign credit ratings*, IMF Global Financial Stability Report, October 2010, 88; ONADO, *I nodi al pettine. La crisi finanziaria e le regole non scritte*, edizioni Laterza, Bari, 2009, 202.

rating emessi da agenzie di *rating* del credito stabilite nella Comunità e registrate conformemente al presente regolamento” (art. 4). Inoltre, è da sottolineare che il ruolo delle agenzie come “intermediari dell’informazione” è stato ancora costantemente riconosciuto, anche se esso rappresenta per l’investitore soltanto uno degli indicatori a sua disposizione.

2. La prima fase della regolazione: negli USA.

Come si è già anticipato, per riprendere le fila del discorso, secondo l’analisi di Partnoy²⁶, i rinvii da parte dei regolatori ai giudizi di *rating* hanno, di fatto, modificato il ruolo delle agenzie di *rating* che, da meri intermediari informativi, sono divenute dispensatrici di *regulatory licenses*, poiché autorizzate a stabilire chi avesse le qualità per rimanere sul mercato e in grado di esercitare un autentico potere nei confronti degli emittenti delle obbligazioni (v., *supra*, par. 1)²⁷.

I risvolti per la legittimazione “percepita” delle agenzie sono facilmente prevedibili: sottolineano gli studiosi americani, che per primi hanno indagato il fenomeno, che la “copertura” offerta dal legislatore alle agenzie, grazie ai rinvii normativi ai loro giudizi, ha agito da moltiplicatore per la legittimazione delle agenzie stesse, a prescindere dall’effettiva funzionalità dei sistemi di premio e/o sanzione scaturenti dal mercato. Paradossalmente, i mercati, “rassicurati” dai regolatori, hanno allentato la guardia sull’operato delle agenzie, con la conseguenza che le stesse hanno continuato a vedere aumentare il proprio potere di mercato, mentre si moltiplicavano i fallimenti²⁸.

Se tali prospettazioni sono convincenti, è quindi comprensibile la ragione per la quale la riforma introdotta negli Stati Uniti nel 2006 con il *Credit Rating Agency Reform Act* (la prima riforma del sistema del *rating*) – che ha cercato di rafforzare l’affidabilità delle agenzie, senza tuttavia rimuovere i presupposti che avevano determinato l’*overreliance* dei relativi giudizi – non ha avuto effetti incisivi²⁹.

²⁶ PARTNOY, *op. ult. cit.*

²⁷ Si evidenzia che il fenomeno, a sua volta, avrebbe determinato anche una crescita artificiosa della domanda di *rating*, che ha creato le basi per il passaggio all’attuale configurazione del mercato, in cui le agenzie non sono incaricate dagli investitori ma dagli stessi soggetti emittenti, interessati ad ottenere giudizi di *rating* (possibilmente favorevoli) per poter collocare utilmente i propri titoli (*issuer-pays model*).

²⁸ Si veda, per la problematica, VELLA, *Alla ricerca della terza via*, in *A.G.E., Il Rating: mito, realtà, narrazioni*, n. 2, 2012; BENEDETTI, *Le agenzie di rating tra crisi dei modelli di mercato e criticità dei processi di regolamentazione*, in *costituzionalismo.it*, fasc. 12, 2012.

²⁹ È la critica di COFFEE Jr., *Rating Reform. The Good, The Bad, and The Ugly*, Discussion Paper presentato in occasione del seminario organizzato dall’OECD a Parigi nel giugno 2010, in [http... 1650802](http://www.oecd.org/dataoecd/16/50/1650802.pdf) (september 2010). In senso conforme cfr. SZEGO, *Il valore regolamentare del rating e le possibili alternative. Reliance e over-reliance sulle agenzie di rating*, in *A.G.E., Il Rating: mito, realtà, narrazioni*, n. 2, 2012.

La legge è tuttavia particolarmente significativa, in quanto ha introdotto l'obbligo di registrazione delle agenzie di *rating*, come requisito di accesso nel mercato delle NRSO (*National Recognised Statistical Rating Organization*), e ha affidato alla SEC il compito di vigilare sui conflitti di interesse e sulla trasparenza dell'operato delle agenzie, pur non attribuendo all'Autorità la possibilità di disciplinare le *metodologie* di valutazione.

La SEC ha emanato una normativa di attuazione molto articolata e puntuale, nell'intento di contrastare l'assetto oligopolistico e sviluppare la concorrenza nel mercato del *rating*, che tuttavia non è riuscita ad incidere ancora sull'assetto esistente.

Come per altri precedenti normativi, anche la nuova regolamentazione ha contribuito ad incrementare il valore giuridico dei giudizi di *rating*, divenuti elemento di semplificazione (se emessi da NRSO) anche nell'ammissione degli strumenti finanziari al *listing* e all'offerta al pubblico³⁰.

È soltanto con la più recente legge di riforma, il *Dodd-Frank Wall Street Reform and consumer Protection Act* del 2010, che il processo subisce una *inversione di tendenza* in quanto si procede a ridurre la rilevanza giuridica dei giudizi di *rating*, eliminando una serie di riferimenti normativi idonei ad inserire i suddetti giudizi nell'attività di vigilanza sui mercati finanziari, bancari, assicurativi³¹. Inoltre, nella *Section 939A* del *Dodd-Frank Act*, la SEC ha avviato un'azione di rimozione di una serie di disposizioni con le quali si rinviava a vari fini ai *rating*, quali requisiti per l'ammissibilità delle transazioni o della quotazione di titoli di diversa natura³².

Traspare da questi interventi, secondo una parte della dottrina³³, l'intento di riportare i *rating* alla originaria natura di valutazioni indipendenti, attenuando il più possibile il valore legale produttivo di specifici benefici agli emittenti dei titoli soggetti a *rating*, nell'ottica di ridurre l'*overreliance* dei giudizi di *rating* e di ripristinare la funzionalità dei meccanismi di mercato.

I commentatori d'oltreoceano³⁴ mostrano tuttavia scetticismo sulla portata effettivamente risolutoria dei problemi derivante dalle recenti discipline adottate in Usa.

³⁰ Ancora COFFEE, *Rating*, cit. Con l'adozione del Credit Rating Agency Reform act (CRARA) si è introdotto: 1) Il procedimento per la registrazione di un'agenzia di *rating*, autorizzata pertanto all'emissione di *rating* rilevante a livello regolamentare; 2) si è disciplinata la vigilanza; 3) si è disciplinato il conflitto di interessi; 4) Il controllo interno sui processi di determinazione del *rating*; 4) regole di corporate governance; 5) Il regime di responsabilità delle agenzie.

³¹ CARBONE, *The impact of the Dodd-Frank Act's Credit Agencies Reform on Public Companies*, in *Insights*, vol. 24, n. 9/2010; VELLA, *op. cit.*, SCALCIONE, *op. cit.*

³² Per PORZIO, *op. cit.*, 408, il *Dodd frank Act* ha concluso la parabola della disciplina del *rating* con una decisa inversione di tendenza. L'amministrazione Obama ha convenuto in giudizio la *Standard and Poors* e altre agenzie minori per le valutazioni, ritenute fraudolente, tra l'altro, proprio con riferimento ai CDO.

³³ BENEDETTI, *op. cit.* e in particolare (nt. 20).

³⁴ Si veda HILL, *Relazione* al Convegno "Le agenzie di *rating*", Salerno novembre 2012.

2.1. (Segue): *in Italia e in Europa.*

La sostanziale *fiducia* che ha ispirato per un lungo periodo anche l'orientamento dei regolatori europei nei confronti dei giudizi delle agenzie di *rating*, è desumibile dalla regolamentazione italiana degli ultimi anni Novanta.

Si è già accennato alle leggi sulle cartolarizzazioni e alle norme del testo unico della finanza, che rappresentano l'apertura del legislatore nell'attribuire ai giudizi delle agenzie di *rating* una funzione qualificatoria ai fini dell'ammissibilità di una serie crescente di operazioni finanziarie nel mercato ³⁵.

La normativa nazionale, frammentaria e legata a singoli settori, ha ricevuto un quadro di maggior coerenza sistematica in un progressivo intervento regolatore del legislatore comunitario.

L'Unione europea ha per lungo tempo preferito non intervenire nel sistema del *rating*, come emerge dall'analisi della direttiva *market abuse* (2003/125/CE del 22 dicembre 2003), che aveva escluso dal suo ambito di applicazione le agenzie di *rating*, lasciando al mercato il compito di definire la portata del fenomeno. Ed è anche significativo che la comunicazione della Commissione 2006/C 59/02 aveva respinto la proposta del Parlamento europeo, risalente al 2003, di introdurre un sistema di registrazione e di supervisione affidato ad una Autorità di vigilanza *ad hoc*, nel presupposto che il quadro regolamentare esistente potesse garantire, nella sua essenzialità, il corretto funzionamento del mercato dei servizi di *rating*.

Sull'onda della crisi e dei gravi scandali che hanno coinvolto le agenzie di *rating*, considerate tra i maggiori responsabili di tali eventi, per le inevitabili connessioni che si interpongono nei mercati finanziari, nonché sulla spinta degli organismi internazionali, si è deciso in sede europea di seguire l'esempio americano e predisporre un quadro organico di qualificazione delle agenzie e di vigilanza del relativo mercato.

Il primo significativo intervento è dato dal più volte ricordato regolamento n. 1060/2009 del Parlamento europeo e del Consiglio del 16 settembre 2009 (c.d. CRA I) – che ha subito significative modifiche nel 2011 (CRA II) – e che ha introdotto una disciplina diretta a qualificare i *rating* delle agenzie registrate e rivolti al pubblico, al fine di incrementarne l'affidabilità e tutelare i risparmiatori.

³⁵ Norme che hanno previsto per le agenzie che formulano i *rating*, ai fini di una maggior qualificazione, il possesso di requisiti idonei a consentire una registrazione delle agenzie stesse presso i relativi organi di vigilanza, quali in particolare la Consob e la Banca d'Italia. Si vedano il regolamento 2 novembre 1999, n. 12175 della Consob, la circolare della Banca d'Italia, n. 263 del dicembre 2006.

Il regolamento del 2011 (CRA II) ha conferito poteri di vigilanza sulle agenzie all'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (AESFEM), – precedentemente istituita con regolamento UE n. 1095/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 24 novembre 2010, – con l'espressa finalità di “tutelare i valori di pubblico interesse quali l'integrità e la stabilità del sistema finanziario, la trasparenza dei mercati e dei prodotti finanziari e la tutela degli investitori”³⁶ (cfr. 11° considerando)³⁷.

Il quadro regolatorio è stato, in seguito, completato il 30 maggio 2012, attraverso quattro regolamenti delegati della Commissione, riguardanti vari aspetti dell'attività delle agenzie nel rapporto con l'Autorità di vigilanza.³⁸

Alla scelta di regolare il mercato, adottata in Europa, non è stata tuttavia affiancata alcuna misura per ridurre la rilevanza giuridica dei giudizi di *rating* per effetto dei rinvii operati dalle numerose norme vigenti³⁹.

Nel quadro normativo fino ad allora prodotto, il problema della legittimazione delle agenzie ha continuato ad essere oggetto di vivace dibattito, sia nell'ambito della dottrina pubblicistica che privatistica.

Ci si è chiesti, nell'ambito della prima, anche di recente, se fosse ipotizzabile ricondurre il ruolo delle agenzie di *rating* alle tradizionali figure di ausiliari dei poteri pubblici, o di *munera* pubblici, partendo dal presupposto che l'attività da esse svolta sia la risultante di funzioni originariamente pubblicistiche, poi privatizzate, o piuttosto di una sorta di “pubblicizzazione”, operata dalle norme di legge di cui si è detto, secondo una sorta di “effetto Re Mida”⁴⁰.

³⁶ Per la riorganizzazione degli organi di vigilanza a livello Europeo, si veda D'AMBROSIO, *Le Autorità di vigilanza finanziaria dell'Unione*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2011/2, 118 ss.; TROIANO P., *Le competenze dell'European Securities and Market Authority*, in BILANCIA (a cura di), *La regolazione dei mercati di settore tra Autorità indipendenti e organismi europei*, Giuffrè, Milano, 2012, 19 ss.; CASTELLANO, JEUNEMAITRE, LANGE, *Reforming European Union Financial Regulation: Thinking through Governance Models*, in *European Business Law Review*, 3/2012, 441 ss.

³⁷ V., *infra*, par. 4.1. Il testo “Consolidato del Regolamento n. 1060” è rinvenibile in: http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/direttive_ue/reg_2009_1060_ce.htm.

³⁸ La regolamentazione europea recepisce gli insegnamenti di quella statunitense, facendosi apprezzare per la sua coerenza. L'adozione del regolamento comunitario, di forte armonizzazione, è volta introdurre una legislazione uniforme e immediatamente applicabile,

Si veda PICARDI, *Il rating, fra crisi e riforma dei mercati finanziari*, in *Riv. Dir. Civ.*, 2009, I, p. 713

³⁹ ENRIQUES, GARGANTINI, 480.

Una inversione di tendenza, al fine di introdurre nuove e più stringenti regole per l'attività delle agenzie di *rating* del credito è rilevabile dal regolamento UE n. 462/2013. Le nuove norme, come si dirà, sono volte ad assicurare maggiore tutela agli investitori e ad accrescere la trasparenza del mercato interno adottando procedure standard ed evitando l'affidamento eccessivo sui *rating* di merito del credito. Rafforzati obblighi di *disclosure*, limiti alle partecipazioni, riesame ravvicinato dei *rating* sovrani rappresentano i capisaldi della nuova disciplina.

⁴⁰ Per la prima ricostruzione si veda MALTONI, *Il conferimento di potestà pubbliche ai privati*, Giappichelli, Torino, 2005, 383 ss.; per le seconde PIANESI, *Le agenzie di rating tra privatizzazione di funzioni pubbliche e opinioni private “geneticamente modificate”*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2011, 179 ss.

La letteratura e la ricostruzione storica dimostrano che l'attività di *rating* è nata e si è successivamente affermata all'interno di sistemi di mercato e ha basato sull'attività svolta e sulle qualità possedute una propria autonoma legittimazione, alle quali il potere pubblico ha ritenuto di poter semplicemente “rinviare”.

Si discute, appunto, se, per effetto dei rinvii dei regolatori, le agenzie siano state “pubblicizzate” e se i *rating* abbiano acquisito un valore di “certezze legali”, come dimostrerebbe il fatto che le norme di rinvio hanno, in buona sostanza, anticipato tutte le riforme volte, invece, a qualificare il fenomeno del *rating* e a regolamentarlo. Secondo altri interpreti, le norme di rinvio hanno rappresentato, piuttosto, un tentativo dei legislatori di semplificare i meccanismi di controllo pubblico, assumendo nella sfera pubblica solo gli esiti di verifiche e controlli “privati”, già esistenti nel mercato e che hanno mantenuto la loro natura privata (nonostante l'interesse crescente ad essi riservato) ⁴¹.

A partire dalla nota *Rule 15c3-1* – emanata a metà degli anni Settanta dalla *Securities Exchange Commission* – con cui venne prevista la riferibilità ad interventi delle agenzie di *rating* per la definizione del patrimonio di vigilanza per gli intermediari finanziari, si rinvengono nella normativa di vari paesi numerose disposizioni nelle quali sono richiamati i “giudizi” di cui trattasi (ritenuti idonei per la determinazione dei requisiti patrimoniali, nonché per l'identificazione di barriere di altro genere all'operatività degli appartenenti al settore). Ciò ha dato luogo ad una sorta di “abdicazione regolamentare” in favore di detti organismi, come ha avuto modo di sottolineare un'attenta dottrina che, valutando tale fenomeno, evidenzia “l'accresciuto scarto tra l'utilità effettiva e l'utilità percepita dei *rating* da parte degli investitori” ⁴².

Per gli Autori di oltreoceano, d'altronde, i rinvii normativi all'attività delle agenzie di *rating* presentano profili di criticità, “ma non perché idone(i) a determinare l'ingresso delle agenzie nella sfera pubblica, quanto perché capac(i) di introdurre rilevanti distorsioni rispetto al funzionamento del modello di legittimazione di mercato che è caratteristico delle agenzie stesse”. La problematica giuridica concerne, per un verso, la regolarità dell'azione svolta dalle agenzie (tenuto conto anche delle modalità funzionali che caratterizzano il modello di *business* di tali società) ; per altro verso, le reazioni dei mercati in presenza di un giudizio che non si limita ad incorporare “le informazioni disponibili, ma è esso stesso un'informazione” ⁴³, che si riflette pesantemente sull'andamento dei mercati finanziari e dell'economia reale. Quindi, si sostiene, quell'ordinamento ha cercato di arginare le disfunzioni del sistema con la

⁴¹ BENEDETTI, *op. cit.*

⁴² Cfr. ENRIQUES, *Rating e regolamentazione*, intervento svolto nel convegno “Mercati, agenzie di rating e regole: per un circolo virtuoso”, Università Bocconi, Milano, 3 maggio 2010, reperibile sul sito della Consob.

⁴³ Così PRESTI, *op. cit.*, 69.

riduzione dei rinvii legislativi, proprio nell'intento di ripristinare le "genuine" dinamiche dei meccanismi di mercato.

Le stesse norme europee di regolamentazione dei sistemi di *rating* si sono poste non nella prospettiva di un'assunzione di responsabilità pubblica circa i risultati dell'attività delle agenzie di *rating*, quanto piuttosto in quella della correzione dei "fallimenti di mercato" che derivano essenzialmente dalla scarsa capacità dei destinatari dei giudizi di *rating* di poter vigilare sulla qualità degli stessi, sui conflitti di interesse, sulla qualificazione delle agenzie.

L'obiettivo perseguito è dunque stato quello di qualificare l'attività delle società di *rating* a fini di tutela dei soggetti coinvolti⁴⁴.

Mette conto sottolineare che il quadro regolatorio che si è tratteggiato, sia negli Stati Uniti che in Europa, lascia inalterata la conformazione giuridica dei rapporti tra agenzie di *rating* ed emittenti titoli nel mercato finanziario, che, com'è noto, è basata sul modello *issuer-pays*, presentando dei limiti proprio in materia di conflitti di interesse (v. *supra* con riferimento al modello introdotto con il *Dodd-Frank Act*)⁴⁵.

Ai *rating* provenienti da soggetti qualificati è riservato un trattamento di maggiore favore, anche ai fini dell'utilizzazione del *rating* per raggiungere gli obiettivi della regolazione. Inoltre, similmente a quanto statuito nelle leggi di riforma statunitensi, le misure di prevenzione dei conflitti d'interesse sono rimesse in gran parte all'autodisciplina delle agenzie, che dovrebbero comunicare tempestivamente gli eventuali conflitti, affidare la valutazione a meccanismi di rotazione in modo che i singoli agenti valutatori siano meno esposti ad atteggiamenti collusivi, rendere le valutazioni dei singoli analisti indipendenti dal fatturato che l'agenzia ricaverà per effetto del rapporto con l'entità valutata.

⁴⁴ ENRIQUES, GARGANTINI, Alla luce, quindi, del primo regolamento comunitario si è fortemente sottolineato il problema dell'affidabilità dei giudizi di *rating*, sotto molteplici profili: dalla presenza di conflitti d'interesse tra agenzie ed emittenti i titoli, alle modalità mediante le quali le agenzie operano, sia con riferimento alla trasparenza del proprio operato che alle metodologie di analisi adottate. Sicché, ad esempio, l'esigenza di individuare puntualmente l'ambito della responsabilità civile delle agenzie di *rating* è resa ineludibile sulla base della considerazione che queste ultime non operano soltanto su mandato degli emittenti (verso i quali, ovviamente, potrebbero essere chiamate a rispondere a titolo contrattuale), ma anche – e prescindendo dal conferimento di un apposito incarico, assumendosi in proprio la libertà di emettere "giudizi" sulle emissioni di qualsiasi debitore, compreso uno stato sovrano (*unsolicited rating*). Sul punto cfr., tra gli altri, ROSSANO, *Le agenzie di rating nel rapporto con gli investitori: profili di responsabilità*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2012, n. 2, 53 ss.; CARRIERO, *Brevi note sulle agenzie di rating*, in *Foro it.*, 2012, V, 49 ss.; PARMEGGIANI, *op. cit.*, 46; ENRIQUES, *OP.CIT.*, 34), 12; HUSISIAN, *What Standard of Care Should Govern the World's Shortest Editorials? An Analysis of Bond Rating Agency Liability*, in *Cornell Law review*, vol. 75, 1990, 411 ss.

⁴⁵ Il quadro normativo preesistente, analizzato nella prospettiva dell'affidabilità dei giudizi di *rating* o in quello della responsabilità delle agenzie, aveva infatti presentato numerose aree problematiche: frequentemente le agenzie hanno palesato una resistenza a operare *downgrade* con l'effetto di peggiorare la situazione finanziaria dell'emittente o, all'opposto, nel caso di *rating* non sollecitati e non ancorati ad uno specifico mandato, hanno manifestato una tendenza ad annunciare eventuali *downgrade* con un anticipo fin troppo sospetto, per non parlare dei casi in cui le agenzie sono state accusate di voler manipolare il mercato, anche mediante la diffusione di informazioni non accurate.

Non si è posto un esplicito divieto circa la possibilità che una stessa agenzia compia attività di consulenza oltre che di valutazione del credito, aspetto che costituisce uno dei pilastri della riforma del sistema della revisione contabile, specialmente dopo l'emanazione della legge americana *Sarbanes-Oxley Act*, del 2002.

Sul punto, il regolamento n. 1060/2009 si limita a riconoscere che “non è opportuno che un'agenzia di *rating* presti servizi di consulenza” o “formuli proposte e raccomandazioni per quanto riguarda la concezione di uno strumento finanziario strutturato” salvo che la prestazione di servizi ausiliari “non crei potenziali conflitti di interesse con l'emissione del *rating*”⁴⁶.

Ciò detto, nel caso delle agenzie di *rating*, la disciplina comunitaria sembra, in qualche modo, assumere come ineluttabili taluni conflitti di interessi, come risulta dall'avvertimento contenuto nel decimo considerando del regolamento, che pare presupporre un margine di inattendibilità dei giudizi di *rating*: “Coloro che utilizzano i *rating* di credito non dovrebbero affidarsi ciecamente a tali valutazioni ma dovrebbero sempre procedere con la massima attenzione alla propria analisi e all'opportuna diligenza dovuta prima di affidarsi a tali *rating*”⁴⁷.

3. Le tendenze attuali nella regolamentazione delle attività di rating.

A completare il discorso delle fonti regolamentari del *rating*, va precisato che le attuali tendenze sia negli Stati Uniti che in Europa, all'estensione della regolamentazione pubblicitaria delle agenzie di *rating*, paiono avviare una fase di superamento dell'epoca in cui si era ritenuto di poter affidare alla sola (ed esclusiva) autodisciplina delle agenzie la garanzia di interessi fondamentali per il mercato, come la qualità dei giudizi di *rating*, la correttezza nella definizione delle metodologie di analisi, l'esclusione dei conflitti di interesse.

In tale ottica, lo IOSCO (*International Organization of Securities Commission*) ha curato la pubblicazione di una serie di principi, prima, e di un codice di condotta, nel 2004 (*Code of conduct for credit rating agencies*), che avrebbero dovuto indirizzare l'attività di autodisciplina delle agenzie, innescando un meccanismo virtuoso nel mercato.

⁴⁶ La particolare “contiguità” tra agenzie di *rating* ed emittenti i titoli soggetti a *rating*, idonea a inficiare la non obiettività del giudizio stesso, può manifestarsi mediante modalità più subdole, come hanno dimostrato gli studi condotti sull'emissione di *rating* relativi ai prodotti di finanza strutturata. Se i modelli matematici di valutazione e previsione utilizzati dalle agenzie sono già conosciuti dagli emittenti prima dell'emissione dei titoli, i prodotti potranno essere strutturati enfatizzando gli elementi di valutazione positivi; o piuttosto se le agenzie non sono obbligate a verificare la correttezza delle informazioni fornite dagli emittenti, saranno probabilmente formulate valutazioni erroneamente favorevoli.

⁴⁷ Appare inevitabile il confronto con la disciplina delle società di revisione.

Purtroppo, si è dovuto constatare che, come in molti altri casi, i meccanismi reputazionali di mercato non hanno avuto buon esito: si è presentato determinante il problema di individuare in tempi rapidi le violazioni delle regole da parte del pubblico al quale i giudizi di *rating* sono rivolti, così da non attivare il meccanismo di *comply and explain*, in base al quale le agenzie sarebbero tenute a dare conto di ogni “non conformità” della propria condotta, al preciso scopo di mantenere la propria reputazione.⁴⁸

Recenti documenti dello IOSCO⁴⁹, paiono indicare che l’effettività dei principi di disciplina e di correttezza dell’operato delle agenzie è subordinata alla capacità delle regolazioni dei diversi paesi di recepire i principi stessi, affidando alle Autorità il compito di vigilare ed, eventualmente, sanzionare il mancato rispetto del codice da parte delle agenzie.

I principi dello IOSCO, del resto sono la tela intorno alla quale si è sviluppata nei diversi paesi l’iniziativa regolamentare pubblicistica (relativa a misure di garanzia della qualità e integrità del *rating process*; indipendenza rispetto ai conflitti di interesse; trasparenza e *disclosure* relativa alle metodologie di analisi; trattamento delle informazioni confidenziali) che, pertanto, presenta molti profili di affinità.

La regolamentazione statunitense ed europea nell’articolazione delle regole e dei controlli ha tenuto sempre conto del carattere privato e “non delegato” dell’attività svolta dalle agenzie. Si è incentivato, pertanto, l’adesione ai codici di condotta e si è assunto come un elemento rilevante la conformità a simili codici; si istituiscono forme di controllo interne e si richiede che ci sia piena trasparenza e *disclosure* con riferimento alla comunicazione dei casi di conformità o non conformità a tali regole.

Lo scopo di garantire una maggiore accuratezza dei giudizi di *rating*, in particolare, non viene perseguito prefissando una definizione “esterna” di metodologie di analisi, bensì stabilendo i vincoli procedurali atti ad evidenziare le modalità di reperimento delle informazioni adottate dalle agenzie, come viene effettuato l’aggiornamento di tali dati, le metodologie di calcolo e di valutazione, le motivazioni assunte a base delle modifiche delle proprie previsioni e dei propri giudizi.

Tanto le leggi americane che quelle europee affidano il rispetto di simili metodologie in primo luogo ai controlli interni che le agenzie devono istituire e sulla cui correttezza si incentra il pubblico controllo⁵⁰.

⁴⁸ Le agenzie, in passato, non hanno inteso i propri codici di condotta come parti integranti dei regolamenti contrattuali con le parti, assegnando, quindi, nei fatti a tali strumenti un valore molto limitato (manifesti di buone intenzioni?).

⁴⁹ Sottolinea BENEDETTI, *OP.CIT.*

⁵⁰ AMTENBRINK, DE HAAN, *Regulating Credit Ratings in the European Union. A Critical First Assessment of Regulation 1060/2009 on Credit Rating Agencies*, in *Common Market Law Review*, vol. 46, issue 6, 2009, 1915 ss.; CHAMPSAUR, *The regulation of credit Rating agencies in the U.S. and the E.U.: Recent Initiatives and Proposal*, L.L.M. paper, Harvard Law School, May 2005, <http://www.law.harvard.edu/programs7/about/pifs/llm/sp19.pdf>;

In particolare, il regolamento comunitario n. 1060/2009, più volte ricordato, espressamente statuisce che né l'Autorità di vigilanza, né la Commissione o altre autorità degli Stati membri “interferiscono con il contenuto del *rating* di credito o con le relative metodologie” (art. 23).

In conclusione, la prevalente lettura della regolamentazione finora emanata, evidenzia la consapevolezza dell'inidoneità dei soli meccanismi reputazionali di mercato a garantire la qualità dei *rating*, ma sostiene che la recente regolamentazione non implica una “pubblicizzazione” dello strumento: l'attività delle agenzie appartiene pur sempre ad una dinamica privata, che diviene però oggetto di regolamentazione pubblica, “a garanzia della produzione del ‘bene pubblico’ *fiducia*, la cui salvaguardia richiede lo stabile contemperamento tra valori economici e non economici”⁵¹.

Segue. Non si può tacere che emergono “letture” dei regolamenti europei, di stampo diverso da quelle che evidenziano come la vigilanza delle Autorità non possa entrare nel merito delle metodologie utilizzate e dei risultati dell'attività di impresa (i giudizi), che costituiscono una sfera riservata dell'autonomia organizzativa ed operativa dell'agenzia.

Si può citare la recente opinione di Amorosino⁵², per il quale, argomentando da un raffronto dei regolamenti emanati nel 2009 e nel 2011 (i c.d. CRA I e CRA II) con le altre discipline adottate a livello nazionale, negli ordinamenti europei – per regolamentare l'attività di imprese che operano nei mercati finanziari – tale tipo di preclusione, a tutela della libertà di impresa, è meno assoluta di quanto si possa credere. Si possono infatti identificare dei tratti di analogia nell'ambito di tali discipline: anche per la disciplina delle società di *rating* (come per altre nel contesto finanziario) vale evidenziare che trattasi di disciplina conformativa dell'attività di impresa, in funzione di interessi generali. È pur vero, ribadisce l'Autore, che l'AESFEM non può entrare nel merito delle metodologie e dei risultati dell'attività di impresa (i giudizi) che costituiscono una sfera riservata dell'autonomia organizzativa ed operativa della società di *rating*, ma è altrettanto vero che può “quanto meno delibare la logicità, completezza e ragionevolezza del processo elaborativo del giudizio e del suo esito”, giacché il regolamento stabilisce che il processo di valutazione e la metodologia tecnica devono essere “sistematici e lineari”. Inoltre, appare pacifico che, in sede di supervisione dell'organizzazione e dell'operatività delle società di *rating*, l'AESFEM può vagliare l'effettiva idoneità della struttura ad operare correttamente.

AMMANNATI, *Mercati finanziari, società di rating, autorità ed organismi di certificazione*, relazione al convegno AIDA-IFLA “Controlli, certificazioni, responsabilità tra pubblico e privato, tra domestico e globale”, Viterbo 2-3 dicembre 2011.

⁵¹ BENEDETTI, riprendendo la definizione di MARCOU, *Esiste una nozione giuridica di regolazione?*, in *Rass. dir. pubbl. europeo*, n. 1, 2206, 20.

⁵² AMOROSINO, *Rilevanze pubblicistiche*, cit., 10.

In conclusione, per l'Autore, si può anche, prospetticamente, avanzare l'ipotesi che, considerata l'autorevolezza dei regolatori e la complessità del sistema di precetti regolatori introdotti, l'incisività della funzione di vigilanza sulla operatività delle agenzie avrà non poco rilievo⁵³.

Se si vogliono trarre le fila dal dibattito sulla "pubblicizzazione" e direi anche sul grado di "pubblicizzazione" che emerge dal complesso degli interventi normativi, si può rilevare che, ancora una volta, il legislatore, è intervenuto in un comparto del settore finanziario, in considerazione della rilevanza che l'attività (in questo caso delle società di *rating*) riveste per gli interessi generali degli investitori e dei mercati⁵⁴ prevedendo il controllo di pubbliche Autorità. Si possono fare paragoni con il comparto bancario, assicurativo, del mercato mobiliare. Fino a che punto si spingano i controlli (siano conformativi o meno della libertà di impresa) costituisce argomento di dibattito :da alcuni la salvaguardia dell'autonomia di impresa appare compressa, mentre da altri si sottolinea solo la predisposizione di una cornice esterna di azione.

La dottrina pubblicistica sottolinea, ancora, che il fenomeno della regolamentazione di cui si discorre presenta tuttavia una particolare forma di "pubblicizzazione". Sul piano logico giuridico il peculiare regime "pubblicistico" delle agenzie, in quanto svolgono un'attività di valutazione che incide sugli equilibri dei mercati finanziari, nonché sui diritti di consumatori e investitori, è il presupposto della possibile attribuzione di una rilevanza pubblicistica ai *rating*, che è successiva ed eventuale, seppure molto diffusa.

Il riconoscimento di un'avalanza geniale ai *rating* assegnati è da inserire nella tendenza ad esternalizzare a privati funzioni di certezza, che storicamente erano riservate a pubblici poteri⁵⁵.

3.1. *L'inversione di tendenza?*

⁵³ Così ancora AMOROSINO, *op. cit.*, 12, richiamando ad esempio il ruolo svolto dalla Banca d'Italia nei settori di competenza. L'Autore ipotizza anche che la valutazione di vigilanza potrebbe andare anche al di là del merito.

⁵⁴ Emblematica è la formula adottata dall'art. 1 del recente regolamento n. 362/2013 che esprime l'intento di "migliorare l'integrità, la trasparenza, la responsabilità, la correttezza gestionale e l'indipendenza delle attività di *rating* del credito, contribuendo alla qualità dei *rating* del credito emessi nell'Unione e al buon funzionamento del mercato interno, realizzando nel contempo un grado elevato di protezione dei consumatori e degli investitori", nonché, stabilendo "le condizioni per l'emissione dei *rating* del credito e (le) disposizioni in merito all'organizzazione e alla condotta delle agenzie di *rating* del credito (azionisti e soci compresi) di promuovere l'indipendenza delle agenzie stesse, prevenire i conflitti di interesse e rafforzare la protezione di consumatori e investitori.

⁵⁵ Cfr. AMOROSINO, *Rilevanze pubblicistiche*, 12. Per il PIANESI, *op. cit.*, 207, l'inerenza di interessi pubblici all'attività di *rating* è alla base dell'affidamento a privati del potere di dare giudizi, aventi efficacia "pubblicistica".

Gli evidenti disastri provocati dalle agenzie di rating nell'ambito della crisi dei subprime, derivanti dal sistema del *regulatory license*, che aveva contribuito alla diffusione dei titoli "tossici" ingenerando negli investitori un irrazionale affidamento, portarono nel 2009 la SEC a intervenire sulla domanda di servizi delle agenzie e a iniziato a eliminare dalla regolazione il riferimento al possesso di *rating* come parametro necessario⁵⁶.

Il *Dodd-Frank Act* del 2010 mette l'accento sulla *governance* delle agenzie, in particolare sulla composizione dei c.d.a., e sulle regole di comportamento (Sec. 932). Inoltre, richiede alla SEC di fare una ricognizione della regolazione che prevede un riferimento al *rating* e successivamente di eliminare i vincoli di *rating* e di sostituirli con standard di diversa natura (Sec. 939A)⁵⁷.

In ottica simile, è stata operata una revisione dell'accordo di Basilea 2 (Basilea 3), puntando alla riduzione dei conflitti di interesse. Inoltre il Comitato ha valutato una serie di misure volte a ridurre il ricorso ai *rating* esterni previsto dallo schema di Basilea 2. Le banche, si dice, "dovrebbero disporre di metodologie in grado di valutare il rischio di credito delle esposizioni a livello sia di singoli prenditori o controparti, sia di portafoglio"⁵⁸. Un altro aspetto interessante delle proposte del Comitato di Basilea ha riguardato la necessità che le agenzie di *rating*, per rilasciare giudizi validi ai fini della regolamentazione prudenziale, rispettino il codice di condotta IOSCO al quale le maggiori agenzie sono tuttavia in gran parte allineate.

In Europa, come si è già detto, la normativa finanziaria ha fatto minor affidamento sul *rating* e forse per questo motivo la revisione della "funzione regolamentare" è apparsa meno urgente, ma se ne possono segnalare i progressivi incrementi.

⁵⁶ PARTNOY, *op.cit.* ss. Tra gli altri, v. HILL, *op.cit.*, 60 ss. Il *Dodd-Frank Act* chiede alla SEC "to review (i) any regulation that requires the use of an assessment of the creditworthiness of a security and (ii) any reference to or requirement in such regulations regarding credit ratings, and modify them to remove those references and substitute standards of creditworthiness the SEC determines to be".

⁵⁷ L'amministrazione OBAMA ha assunto un atteggiamento molto severo nei confronti delle agenzie e ha convenuto in giudizio la *Standard and Poors* ed altre agenzie minori per le valutazioni, ritenute fraudolente, con riferimento alle valutazioni dei CDO, nelle vicende dei *subprime*.

⁵⁸ "Esse dovrebbero valutare le esposizioni, indipendentemente dal fatto che esse siano provviste di *rating* o meno, e determinare se le ponderazioni applicate a tali esposizioni, in base al metodo standardizzato, sono adeguate in relazione al loro rischio intrinseco. Se una banca determini che il rischio intrinseco di un'esposizione in particolare se provvista di *rating*, sia significativamente più elevato rispetto a quello implicito nella ponderazione del rischio assegnato, la banca dovrebbe considerare il maggior livello di rischio di credito nella valutazione della propria adeguatezza patrimoniale complessiva".

4. Verso il regolamento n. 362/2013⁵⁹. I limiti della legislazione previgente per la Commissione Europea. I rimedi individuati.

Alla luce della ricostruzione sin qui esposta, ci si può chiedere se gli ultimi sviluppi normativi culminanti nel regolamento n. 362 del 2013⁶⁰, innestino degli elementi di novità nella disciplina previgente fino al regolamento del 2011 (CRA II) o si tratti solo di ulteriori ispessimenti della cornice regolatoria in cui già le agenzie di *rating* si trovano ad operare⁶¹.

La dichiarata insufficienza di alcuni profili del precedente assetto ha spinto le istituzioni europee a varare un nuovo regolamento, formulando in proposito una Proposta, su iniziativa della Commissione europea, datata 15/11/2011 che introduce nuovi contenuti partendo dalla necessità di predisporre un adeguato quadro giuridico *in considerazione del rilevante ruolo svolto dalle agenzie di rating del credito nell'ambito dei mercati finanziari*.

Il punto di partenza è ovviamente il regolamento (CE) n. 1060/2009⁶² relativo alle agenzie di *rating* del credito, entrato pienamente in applicazione il 7 dicembre 2010, che ha imposto alle agenzie di rispettare norme di comportamento rigorose *per attenuare possibili conflitti di interesse* e garantire che i *rating* e il processo di *rating* siano di *elevata qualità e sufficiente trasparenza*⁶³.

⁵⁹ Per un quadro dei problemi sollevati dal nuovo regolamento si veda Memo 13. 571- nel sito della Commissione.

⁶⁰ Nuove e più stringenti regole per l'attività delle agenzie di *rating* del credito sono state introdotte dal regolamento UE n. 462/2013 al fine di garantire maggiori controlli sull'operato di tali entità. Le nuove norme sono volte ad assicurare maggiore tutela agli investitori e ad accrescere la trasparenza del mercato interno adottando procedure standard ed evitando l'affidamento eccessivo sui *rating* di merito del credito. Rafforzati obblighi di *disclosure*, limiti alle partecipazioni, riesame ravvicinato dei *rating* sovrani rappresentano i capisaldi della nuova disciplina.

⁶¹ Per CARRIERO G., *Previsioni, opinioni, certezze. le agenzie di rating*, in *Europa e diritto privato*, n. 3/2012, la *policy* di diritto europeo sembra aver imboccato la strada di accrescere la disciplina dell'attività svolta dalle agenzie, piuttosto che ridurre drasticamente l'importanza conferita al *rating* dalle leggi. È sempre d'obbligo il confronto con la tendenza inversa della riforma americana attuata con il c.d. *Dodd-Frank Act* del 2010. Critici anche gli economisti, per i quali la strada della iper-regolamentazione è errata, rischiando di perseguire un obiettivo irraggiungibile, quale "la qualità dell'informazione in via amministrativa". Si veda MASCIANDARO, *Non oracoli, solo opinioni*, in *Il Sole 24 Ore*, 11 gennaio 2012.

⁶² Regolamento (CE) n. 1060/2009 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 settembre 2009, relativo alle agenzie di *rating* del credito, GU L 302 del 17. 11. 2009. Segue il Regolamento (UE) n. 513/2011 del Parlamento europeo e del Consiglio, dell'11 maggio 2011, recante modifica del regolamento (CE) n. 1060/2009 relativo alle agenzie di *rating* del credito, GU L 145 del 31.5.2011.

3 COM (2010) 301 definitivo.

4 Disponibile all'indirizzo http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2010/mad_en.htm.

5 Disponibile all'indirizzo <http://www.europarl.europa.eu/oeil/FindByProcnum.do?lang=en&procnum=INI/2010/2302>.

⁶³ Così la *Relazione*. In estrema sintesi, ricordiamo che il Regolamento n. 1069 ha introdotto misure di prevenzione dei conflitti di interesse, realizzate attraverso norme di *governance* dell'impresa e di *disclosure* sui soggetti valutati, nonché attraverso la preclusione all'attività di consulenza e divieti in capo ai dipendenti; di trasparenza informativa e correttezza operativa (metodi e modelli di valutazione adottati, fonti delle informazioni ottenute, loro limiti, informazione periodica al pubblico e all'autorità di vigilanza); di adeguatezza temporale dei giudizi (attraverso la continua revisione e aggiornamento).

Il regolamento, che come si è già sottolineato ha introdotto l'obbligo di registrazione per le agenzie di *rating* esistenti (entro il 7 settembre 2010) e di iscriversi in un registro europeo per le società di *rating* ed è stato successivamente integrato il 1° giugno 2011, con al un successivo (regolamento UE n. 513/2011) che affida all'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (AESFEM) la vigilanza esclusiva sulle agenzie di *rating* registrate nell'UE centralizzando e semplificarne la registrazione e la vigilanza a livello europeo⁶⁴.

Ai sensi del regolamento n. 1060, possono registrarsi le persone giuridiche che hanno sede legale in uno degli stati dell'Unione⁶⁵ e dall'iscrizione deriva l'effetto particolarmente rilevante dell'utilizzabilità dei *rating* emessi "a fini regolamentari".

A prescindere da fatto che il legislatore europeo si è posto in evidente controtendenza con gli orientamenti più recenti, che intendevano evitare o ridurre l'uso del *rating* ai fini regolamentari, vi è da dire che si è creato così un doppio binario tra soggetti iscritti, sottoposti ai controlli e alle nuove regole, seppur operanti non in regime di esclusiva, e soggetti non iscritti, che pure possono emettere *rating* di credito, la cui disciplina può ravvisarsi nelle norme sull'intermediazione finanziaria. Si può pensare, in caso di *rating* sollecitati dall'investitore o dall'emittente, all'applicazione dell'art. 5-*bis* del T.U.F., per l'ordinamento italiano⁶⁶. Apprezzabili comunque appaiono le disposizioni rivolte a migliorare la qualità dell'attività svolta delle agenzie.

Al perché, tuttavia, pur costituendo una buona base di regolamentazione, il regolamento n.1069 in vigore non appaia sufficiente, la Commissione europea rileva che esso non ha affrontato in misura sufficiente una serie di questioni inerenti l'uso dei *rating* del credito.

Non appaiono risolti i problemi connessi (recita la *Relazione*) a **a) rischio di eccessivo affidamento ai *rating* da parte dei partecipanti ai mercati finanziari; b) elevato grado di concentrazione nel mercato del *rating*; c) necessità di prevedere un regime di responsabilità civile delle agenzie di *rating* nei confronti degli investitori; d) (presenza di) conflitti d'interesse derivanti dal modello "issuer-pays" (pagamento da parte dell'emittente) ; e) (criticità nella) alla struttura azionaria delle agenzie di *rating*.** Problemi non nuovi e in parte già regolamentati ma non sfugge all'attenzione che la *Relazione*

⁶⁴ L'autorità italiana competente all'applicazione delle previsioni regolamentari è la Consob (art. 4-*bis* t.u.f.). La Consob coopera con l'autorità europea e ha la supervisione sull'uso del *rating* dei soggetti del settore finanziario obbligati per legge o per regolamento a farvi riferimento.

⁶⁵ Rileva PORZIO, *Le agenzie di rating*, 411, che, a contrario di quanto avviene in genere nella legislazione comunitaria per le società, non viene richiesta che "l'amministrazione centrale" sia nell'Unione, prefigurandosi una sorta di "privilegio" per le agenzie che potrebbe creare problemi all'Autorità di controllo. L'oggetto sociale deve essere esclusivo quantunque possano essere prestati servizi ausiliari, tra cui le "prospettive di rating (*rating outlook*)" art. 3.1.; art. 8-*bis*)

⁶⁶ Per gli altri ad applicare la disciplina degli analisti finanziari.

aggiunge che, nel quadro della disciplina vigente sulle agenzie di *rating* del credito “non sono state affrontate in maniera specifica le peculiarità dei *rating sovrani*, ” manifestatesi nel corso della crisi del debito sovrano che si è sviluppata a partire dal 2009.

Si può allora interrogarsi sulla opportunità, a troppo poca distanza di tempo dal regolamento n. 513 del 2011, di procedere ad una ri-regolamentazione del *rating*. Alcuni Autori, come il Carriero ⁶⁷, hanno rinvenuto nella problematica posta dai *rating sovrani* la spinta saliente ad un nuovo intervento normativo della Commissione. L'ipotesi appare sicuramente fondata, ma non può sottacersi che i lavori preparatori del nuovo regolamento n. 462 del 2013 echeggiano il dibattito che sulle società di *rating* ha continuato a svolgersi tra gli studiosi e presso le Autorità, sia europee che di oltreoceano, sulla opportunità di una migliore regolamentazione di soggetti ancora così influenti sugli andamenti dei mercati, proprio sui punti di cui alle lettere da a) ad e). In questa prospettiva, la disciplina europea restava ancora una “incompiuta”.

La *Relazione* al progetto del nuovo regolamento non vuole tuttavia far apparire la nuova Proposta come un fulmine caduto dal cielo e quindi si attarda a ricordare vari e significativi interventi degli organi Europei: si parte dalla comunicazione del 2 giugno 2010 (“Regolamentare i servizi finanziari per garantire una crescita sostenibile”) della *Commissione europea* e dal documento di consultazione dei servizi della Commissione del 5 novembre 2010, evidenziando la necessità di procedere a una revisione mirata del regolamento sulle agenzie di *rating* del credito.

L'8 giugno 2011, poi, il *Parlamento europeo* ha pubblicato una risoluzione non legislativa sulle agenzie di *rating* del credito, in cui ha sostenuto la necessità di rafforzare il quadro normativo per le agenzie di *rating* del credito e di adottare misure per ridurre il *rischio di eccessivo affidamento* ai *rating*. Nello specifico, il *Parlamento* ha caldeggiato, tra l'altro, il rafforzamento degli obblighi di comunicazione relativi ai *rating sovrani*, la creazione di un indice europeo di *rating*, la divulgazione di maggiori informazioni sugli strumenti finanziari strutturati e la previsione di un regime di responsabilità civile per l'operato delle agenzie di *rating* del credito.

Il Parlamento europeo ha, in quella data, sottolineato, altresì, l'importanza dell'incentivazione della concorrenza e ha auspicato che la Commissione consideri e valuti la possibilità di istituire un'*Agenzia europea di rating* indipendente.

⁶⁷ CARRIERO G., *Previsioni, opinioni, certezze: le agenzie di rating in Europa e diritto privato*, 2012, 874. La causa prossima sarebbe stato quindi il sempre più intrusivo e lamentato interesse per le questioni afferenti al debito pubblico degli Stati sovrani v. CAIZZI, UE, *via a nuove azioni anti agenzie di rating*, in *Corriere Economia*, 12 dicembre 2011. La Proposta “con candore” sottolinea CARRIERO, introduce la necessità di affrontare le “peculiarità” del *rating*.

Molti di questi obiettivi sono maturati gradatamente, ricorda la *Relazione*: tra le fasi più rilevanti va ricordata una riunione informale dell'ECOFIN del 30 settembre 2010; inoltre, già il 1° ottobre 2010 il *Consiglio dell'Unione europea* aveva riconosciuto la necessità di compiere ulteriori sforzi per affrontare una serie di questioni inerenti alle attività di *rating* del credito, compresi appunto i rischi di un eccessivo affidamento e di conflitti di interesse derivanti dal modello di remunerazione delle agenzie.

È stato poi il *Consiglio europeo* del 23 ottobre 2011 a decidere che occorre procedere alla riduzione dell'affidamento eccessivo ai *rating* del credito. Inoltre, nelle riunioni del 9 novembre 2010 e 19 settembre 2011, il *Comitato europeo dei valori mobiliari e il comitato bancario europeo*, composti da rappresentanti dei ministeri delle Finanze degli Stati membri, hanno discusso dell'esigenza di rafforzare ulteriormente il quadro normativo per le agenzie di *rating*. Ma l'impulso fondamentale è in sostanza avvenuto a livello internazionale, quando, nell'ottobre 2010 il *Consiglio per la stabilità finanziaria* (FSB) ⁶⁸ ha emanato principi volti a ridurre l'affidamento delle autorità e degli enti finanziari ai *rating* delle agenzie di *rating* del credito.

I suddetti “principi”, ricorda ancora la *Relazione*, già nel 2010 chiedono di eliminare o sostituire i riferimenti a tali *rating* nella legislazione laddove siano disponibili idonei standard alternativi in materia di merito del credito e di imporre agli investitori l'obbligo di effettuare valutazioni proprie del merito di credito. Tali principi sono stati omologati dal vertice del G20 di Seoul del novembre 2010 (v., *infra*, par. 7) ⁶⁹.

Sul versante bancario, particolarmente delicato, vi è da dire che la Commissione ha recentemente affrontato la questione dell'eccessivo affidamento ai *rating* da parte degli enti finanziari nel contesto della riforma della legislazione bancaria⁷⁰. Ha pertanto proposto l'introduzione di una norma che obbliga le banche e le imprese di investimento a valutare esse stesse il rischio di credito delle entità e degli strumenti finanziari nei quali investono invece di affidarsi meramente a *rating* esterni. Una disposizione simile è stata prospettata dalla stessa Commissione nel progetto di modifica delle direttive relative agli OICVM e ai

⁶⁸ Reperibile all'indirizzo http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_101027.pdf.

⁶⁹ Si vedano pure le osservazioni di L'ANNOO, *What reforms for the credit rating industry? A European perspective*, *Discussion Paper* presentato in occasione del seminario organizzato dall'OECD a Parigi nel giugno 2010.

⁷⁰ Proposta della Commissione, del 20 luglio 2011, di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio sull'accesso all'attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale degli enti creditizi e delle imprese di investimento e che modifica la direttiva 2002/87/CE del Parlamento europeo e del Consiglio relativa alla vigilanza supplementare sugli enti creditizi, sulle imprese di assicurazione e sulle imprese di investimento appartenenti ad un conglomerato finanziario, COM (2011) 453 definitivo. Cfr. art. 77, lett. b).

gestori di fondi di investimento alternativi ⁷¹, oggetto di una proposta di regolamento parallela a quella del maggio 2011.

Il riferimento ai lavori preparatori che hanno portato alla redazione della Proposta chiarisce ulteriormente gli intenti del nuovo regolamento del 2013.

La *Relazione* specifica che la Commissione europea ha condotto una *consultazione pubblica*, tra il 5 novembre 2010 e il 7 gennaio 2011, indicando varie opzioni per affrontare i problemi individuati ⁷². Preso atto del quadro dei problemi emersi, l'*obiettivo generale* della Proposta è, quindi quello di “contribuire a ridurre i rischi per la stabilità finanziaria, nonché di ripristinare la fiducia degli investitori e degli altri partecipanti ai mercati nei mercati finanziari stessi e nella qualità dei *rating*”.

Per raggiungere gli obiettivi corrispondenti, evidentemente proprio sfruttando le sollecitazioni emerse in sede di pubblica consultazione in cui anche gli operatori hanno avuto voce, sono state considerate diverse opzioni che appare utile menzionare. Si tratta di: *a)* ridurre l'impatto degli effetti “falesia” sugli enti e i mercati finanziari riducendo l'affidamento ai *rating* esterni; *b)* attenuare il rischio di effetti di contagio legati a variazioni dei *rating* sovrani; *c)* migliorare le condizioni nel mercato del *rating* del credito, caratterizzato da possibilità di scelta e concorrenza limitate, così da migliorare la qualità dei *rating*; *d)* garantire il diritto di ricorso per gli investitori, poiché allo stato attuale tale diritto non può essere esercitato dagli utenti dei *rating* che hanno subito perdite in relazione a un *rating* emesso da un'agenzia che ha violato il regolamento sulle agenzie di *rating* del credito; *e)* migliorare la qualità dei *rating*, rendendo più indipendenti le agenzie e promuovendo processi e metodologie di *rating* del credito affidabili.

Le opzioni di soluzione ⁷³ – si ribadisce – nel complesso “sono volte a ridurre l'importanza dei *rating* esterni nella legislazione in materia di servizi finanziari al fine di ridurre l'eccessivo affidamento degli enti finanziari a tali *rating*”. Inoltre, si prevede che la “comunicazione da parte degli emittenti di informazioni relative agli aggregati di attività sottostanti ai prodotti finanziari strutturati aiuterà gli investitori ad operare una propria valutazione del rischio di credito senza dover fare affidamento solo sui *rating* esterni”.

⁷¹ Proposta della Commissione del 15 novembre 2011 per una direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 2009/65/CE concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative in materia di taluni organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) e la direttiva 2011/61/UE sui gestori di fondi di investimento alternativi, per quanto riguarda l'eccessivo affidamento ai *rating* del credito, COM (2011).

⁷² I circa 100 contributi pervenuti dalle parti interessate sono stati presi in considerazione nell'elaborazione della proposta. Una sintesi delle risposte al documento di consultazione è disponibile al seguente indirizzo internet: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/agencies/summary-responses-craconsultation-20110704_en.pdf.

⁷³ La prima è in particolare per i prodotti strutturati, la seconda per i *rating* sovrani.

La trasparenza e la qualità dei *rating sovrani* saranno migliorate grazie alla verifica delle informazioni sottostanti ed alla pubblicazione integrale della relazione che accompagna i *rating*.

Più in generale, la trasparenza e la qualità dei *rating* potrebbero essere rafforzate irrobustendo le norme sulla comunicazione delle metodologie di *rating*, introducendo un processo di elaborazione e approvazione di queste ultime che comprenda anche l'obbligo per le agenzie di *rating* di comunicare e giustificare le ragioni che ne determinano la modifica e prescrivendo alle stesse agenzie di informare gli emittenti con sufficiente anticipo circa la pubblicazione del *rating*.

Continuando nell'analisi delle opzioni prescelte, se ne elencano i vantaggi:

a) il raffronto tra i *rating* di diverse agenzie, agevolato tramite la promozione di standard condivisi per le scale di *rating* e di un indice europeo di *rating* (EURIX), dovrebbe aumentare la possibilità di scelta e migliorare la struttura del settore del *rating*;

b) la rotazione obbligatoria delle agenzie di *rating* potrebbe non solo ridurre sostanzialmente il rischio di eccessiva familiarità che minaccia l'indipendenza delle agenzie in presenza di una lunga relazione d'affari tra esse e un emittente, ma potrebbe avere anche un notevole effetto positivo sulla scelta nel settore del *rating*, creando maggiori opportunità per le agenzie di piccola dimensione;

c) sotto il profilo della tutela degli investitori, istituire un diritto di ricorso per gli investitori nei confronti delle agenzie di *rating* dovrebbe incentivare fortemente le stesse a conformarsi agli obblighi di legge e garantire un elevato livello qualitativo dei *rating*.

Infine, comprovato che l'indipendenza delle agenzie di *rating* del credito è potenzialmente compromessa da *conflitti d'interesse* derivanti dal modello “*issuer-pays*”, dalla *struttura proprietaria* e dalle *relazioni d'affari a lungo termine* con la medesima agenzia, l'*indipendenza* dei *rating* può essere migliorata con l'introduzione dell'obbligo per gli emittenti di cambiare periodicamente agenzia e con requisiti di indipendenza più stringenti per l'assetto proprietario delle agenzie stesse. Inoltre, un'agenzia di *rating* del credito non dovrebbe essere in grado di fornire simultaneamente valutazioni su richiesta per un emittente e i suoi prodotti⁷⁴.

⁷⁴ Si valuta, altresì, il profilo dei *costi* delle modifiche per comprendere se la valutazione degli stessi possa condizionarne la previsione. Costi aggiuntivi potrebbero configurarsi per le imprese finanziarie, a seguito degli obblighi di una migliore gestione interna del rischio, nonché dall'uso di modelli interni di *rating* a fini regolamentari, e per gli emittenti in seguito al rafforzamento degli obblighi di comunicazione. Per le agenzie di *rating* del credito si prospetterebbero costi supplementari periodici per ridurre il rischio di effetti di contagio legati ai *rating* sovrani. Le misure volte a favorire la concorrenza non sembrano incidere in misura significativa sui costi a carico delle agenzie di *rating*.

L'opzione relativa alla *responsabilità civile* delle agenzie di *rating* del credito nei confronti degli investitori dovrebbe comportare costi imposti dalla necessità di prevedere un regime di assicurazione per la responsabilità

4.1. Sussidiarietà e proporzionalità nelle proposte di modifica del regolamento.

La *Relazione* ricorda ancora che, in virtù del principio di sussidiarietà (art. 5, par. 3, del t.u.e.), l'Unione interviene soltanto se e in quanto gli obiettivi dell'azione prevista non possono essere conseguiti in misura sufficiente dagli Stati membri, ma possono, a motivo della portata o degli effetti dell'azione in questione, essere conseguiti meglio a livello di Unione.

Poiché le agenzie operano a livello mondiale, i *rating* emessi da un soggetto avente sede in uno Stato membro sono utilizzati e considerati affidabili dai partecipanti al mercato di tutta l'U.E. La mancanza o la lacunosità di un quadro normativo per le agenzie di *rating* del credito in uno degli Stati membri potrebbero influire negativamente sui partecipanti al mercato e i mercati finanziari di tutta l'eurozona.

Il rischio può derivare dal fatto che le agenzie di *rating* registrate nell'U.E. non sono società quotate e, in quanto tali, risultano meno trasparenti. Ciononostante, onde garantire che gli investimenti di carattere puramente economico in agenzie di *rating* siano ancora possibili, il divieto di investire contemporaneamente in più di un'agenzia non deve essere esteso agli investimenti attraverso organismi di investimento collettivo gestiti da terzi indipendenti dall'investitore e non soggetti alla sua influenza.

4.2. Le modifiche al regolamento: l'ambito applicativo delle norme comunitarie. Le nuove disposizioni.

A seguire in relazione ai nuovi profili di disciplina, vanno evidenziate le modifiche relative all'*ambito di applicazione* delle norme.

Oltre ai *rating* del credito, si ricorda, le agenzie pubblicano anche le cosiddette "prospettive dei *rating*" (*rating outlook*) che forniscono un parere sul probabile futuro orientamento di un *rating* del credito. La Commissione propone pertanto di estendere il campo di applicazione delle norme sui *rating* per includere, ove appropriato, le *prospettive* degli stessi. Il testo modificato auspica in particolare che le agenzie comunichino l'arco di tempo nel quale si prevede una variazione del *rating* del credito ⁷⁵.

civile o, in assenza di assicurabilità, dall'opportunità di creare una riserva finanziaria per fare fronte ad eventuali richieste di indennizzo degli investitori.

Anche le opzioni prescelte relative all'indipendenza delle agenzie di *rating* non dovrebbero comportare costi notevoli.

⁷⁵ Pertanto, nello specifico, il regolamento sulle agenzie di *rating* del credito è adeguato in diverse parti: art. 3, art. 6, par. 1, art. 7, par. 5, art. 8, par. 2 e art. 10, par. 1 e 2; allegato I, sezione B, punti 1, 3 e 7; sezione C, punti 2, 3 e 7; sezione D, parte I, punti 1, 2, 4 e 5 e sezione E, parte I, punto 3. Inoltre, le modifiche descritte qui di seguito sono adeguate, ove opportuno, all'introduzione del concetto di prospettiva del *rating*.

Seguono poi le modifiche relative *all'uso* dei *rating* che implicano nuove disposizioni, e che possono essere concettualmente aggregate. In primo luogo, il **nuovo art. 5-bis**⁷⁶, che, *impone* a determinati enti finanziari di procedere ad una *propria valutazione* del rischio di credito. Tali enti dovrebbero evitare di basarsi *esclusivamente* o *automaticamente* sui *rating* esterni per la valutazione del merito di credito delle attività e pertanto le autorità competenti dovranno vigilare affinché gli enti finanziari in oggetto adottino processi di valutazione del credito appropriati e verificare che non facciano un eccessivo affidamento sui *rating* del credito (v. *infra* par. 4).

Ancora, a norma del **nuovo art. 5-ter**⁷⁷, le tre autorità europee (AESFEM, ABE e AEAP) non devono fare riferimento a *rating* del credito nei loro orientamenti, nelle raccomandazioni e nei progetti di norme tecniche se tali riferimenti rischiano di far sì che le autorità competenti o i partecipanti ai mercati finanziari si affidino meccanicamente a tali *rating*. Inoltre, esse dovrebbero adeguare di conseguenza gli attuali orientamenti e raccomandazioni al più tardi entro il 31 dicembre 2013.

Altre modifiche sono volte a contrastare il rischio di un eccessivo affidamento ai *rating* da parte di operatori dei mercati finanziari in relazione agli strumenti finanziari strutturati, e a migliorare la qualità dei *rating* del credito relativi a tali strumenti: come il **nuovo art. 8-bis**⁷⁸ che impone agli emittenti (o ai cedenti o ai promotori) di *rendere pubbliche, in via continuativa, specifiche informazioni sui prodotti finanziari strutturati*, in particolare sugli elementi principali degli aggregati di attività sottostanti ai prodotti finanziari strutturati necessarie agli investitori per produrre le proprie valutazioni del credito senza dover fare affidamento su *rating* esterni.

A scopi di trasparenza corrispondono le norme che stabiliscono che tali informazioni devono essere rese disponibili tramite un sito web centralizzato gestito dall'AESFEM.

Infine, l'**art. 8-ter** impone agli emittenti (o ai terzi ad essi collegati), che intendono sollecitare un *rating*, di incaricare due agenzie, indipendenti l'una dall'altra, di emettere parallelamente due *rating* del credito sui medesimi strumenti finanziari strutturati⁷⁹.

⁷⁶ Invariato nella sostanza nel testo definitivo, v. art. 5-bis, Eccessivo affidamento del *rating* di credito da parte delle istituzioni finanziarie, regolamento n. 462/2013.

⁷⁷ Art.5-ter, Affidamento ai *rating* di credito da parte delle autorità europee di vigilanza e del comitato europeo per il rischio sistemico, regolamento n. 462/2013.

⁷⁸ È diventato 8-ter, Informazioni sugli strumenti finanziari strutturati, nel testo del regolamento.

⁷⁹ Come si è già rilevato, la Commissione propone parallelamente l'introduzione di modifiche alla direttiva 2009/65/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 13 luglio 2009, concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM), e alla direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, dell'8 giugno 2011, sui gestori di fondi di investimento alternativi, al fine di garantire che il principio di evitare un eccessivo affidamento ai *rating* del credito sia integrato anche nella legislazione nazionale che dà attuazione a tali direttive.

4.3. *Modifiche volte a promuovere l'indipendenza delle agenzie di rating del credito.* – Non si possono sottacere le altre rilevanti modifiche che contribuiscono a definire il nuovo modello operativo delle agenzie, prevedendo regole più rigorose (rispetto a quelle previgenti) in materia di *indipendenza*, e finalizzate a risolvere conflitti di interesse inerenti al cosiddetto modello “*issuer-pays*” e alla struttura azionaria delle agenzie di *rating* del credito.

In tal senso si pone l'**art. 6-bis**: che impedisce a tutti i soci o azionisti di un'agenzia di *rating* del credito che detengono una partecipazione di almeno il 5% di detenere una partecipazione del 5% o più di un'altra agenzia di *rating* del credito, a meno che le agenzie in oggetto non facciano parte del medesimo gruppo.

L'**art. 6-ter** introduce una regola di rotazione per le agenzie incaricate dall'emittente (non si applica dunque a *rating* non sollecitati) per quanto concerne il *rating* dell'emittente stesso o dei suoi strumenti di debito. È parso opportuno, rileva la *Relazione*, che l'agenzia incaricata non rimanga in carica per più di tre anni o per più di un anno nel caso in cui valuti consecutivamente oltre dieci strumenti di debito dell'emittente, la disposizione in parola non deve ridurre la durata consentita dell'incarico a meno di un anno.

Laddove l'emittente solleciti più di un *rating* per se stesso o per i propri strumenti, sia per una previsione normativa, sia su base volontaria, solo una delle agenzie deve essere sostituita.

La *durata massima* dell'incarico per ciascuna agenzia di *rating* è di **sei** anni. Ragioni di opportunità consigliano che l'agenzia che ha già operato la valutazione (o qualsiasi agenzia di *rating* del credito che faccia parte dello stesso gruppo o che abbia un legame azionario con l'agenzia di *rating* del credito precedente) non abbia la facoltà di emettere nuovamente dei *rating* sul medesimo emittente o sui suoi strumenti finché non sia trascorso un adeguato intervallo di tempo ⁸⁰.

La norma prevede inoltre che l'agenzia di *rating* uscente fornisca a quella entrante un *fascicolo di passaggio* che comprenda le informazioni pertinenti. L'auspicio è che la regola di rotazione attenui in maniera significativa i potenziali conflitti di interesse relativi al modello “*issuer-pays*”.

Inoltre, si prospetta che la Commissione possa *continuare a monitorare l'appropriatezza dei compensi versati alle agenzie di rating del credito* e, in linea con le disposizioni dell'art. 39, par. 1, del regolamento, entro il 7 dicembre 2012 dovrà presentare *una relazione* in materia al

⁸⁰ Per interessanti spunti di discussione cfr. GILA, MASCALI, *I signori del rating. Conflitti d'interesse e relazioni pericolose delle tre agenzie più temute dalla finanza globale*, Bollati Boringhieri, Torino, 2012, *passim*; GRANATA, *I conflitti di interesse nell'attività delle agenzie di rating*, in A.G.E., *Il Rating: mito, realtà, narrazioni*, n. 2, 2012; BAI, *On Regulating Conflict of Interests in the Credit Rating Industry*, University of Cincinnati, Research Paper Series n. 10-17, 2010.

Parlamento europeo e al Consiglio. In questo contesto, la Commissione considererà anche soluzioni di portata più ampia che sono attualmente al vaglio di altre giurisdizioni, inclusi gli Stati Uniti.

Va ricordato, infine, che **l'art. 6-ter** (*regole sulla rotazione*) non si applica ai *rating* sovrani ⁸¹.

4.4. Modifiche relative alla comunicazione di informazioni sulle metodologie delle agenzie, sui rating del credito e sulle prospettive dei rating.

Altrettanto significative appaiono, in un'ottica di trasparenza e di tutela per gli investitori, le previsioni volte a rafforzare la *comunicazione delle metodologie di rating*, al fine di promuovere un processo di *rating* del credito *affidabile* e, quindi, a migliorarne la qualità.

Tali norme (art. 8, par. 5-*bis*, art. 8, par. 6, lett. a-*bis*; e art. 22-*bis*, par. 3) fissano procedure per l'elaborazione di nuove metodologie di *rating* o la modifica di quelle esistenti, richiedendo la consultazione delle parti interessate sulle nuove metodologie o le modifiche proposte e sulla loro motivazione. Le agenzie dovrebbero, inoltre, trasmettere le metodologie proposte all'AESFEM ai fini di una valutazione della loro conformità ai requisiti vigenti. Le nuove metodologie, infatti, possono essere utilizzate solo previa approvazione da parte dell'AESFEM. Le norme prevedono, inoltre, la pubblicazione delle nuove metodologie corredate di una dettagliata spiegazione.

L'art. 8, par. 7, stabilisce l'obbligo per tutte le agenzie di correggere gli errori nelle proprie metodologie o nella loro applicazione pratica, *informandone* contemporaneamente l'AESFEM, le entità valutate e il pubblico in generale ⁸².

⁸¹ Sul punto si v.:

– allegato I, sezione C, punto 8, in riferimento all'art. 7, par. 4: le norme sulla rotazione interna del personale in un'agenzia di *rating* del credito sono state adattate per tener conto del nuovo art. 6-*ter*. Le nuove norme prevedono che gli analisti di *rating* principali non partecipano al *rating* della stessa entità per più di quattro anni, evitando così che tali analisti cambino agenzia portando con sé il fascicolo di un cliente. Le norme sulla rotazione interna sono inoltre previste per i casi in cui un'agenzia fornisca *rating* non sollecitati o *rating* sovrani;

– allegato I, sezione B, punto 3: il regolamento permetterebbe di evitare l'emissione di *rating* del credito (o richiederebbe che le agenzie informassero del fatto che il *rating* potrebbe essere influenzato) in presenza di conflitti di interesse effettivi o potenziali dati dal coinvolgimento (oltre che dell'agenzia e del suo personale, già considerati nelle norme) di qualsiasi persona che detiene più del 10% del capitale o dei diritti di voto delle agenzie di *rating* o che è altrimenti in grado di esercitare, in determinate situazioni, un'influenza significativa sulle attività economiche delle agenzie, come ad esempio il fatto di avere investito nell'entità valutata, di essere membri del consiglio di amministrazione dell'entità valutata, ecc.;

– allegato I, sezione B, punto 4: qualsiasi persona che detiene più del 5% del capitale o dei diritti di voto dell'agenzia di *rating* del credito o che è altrimenti in grado di influenzare in modo significativo le attività economiche dell'agenzia non dovrebbe essere autorizzata a fornire consulenze all'entità valutata per quanto riguarda la struttura societaria o giuridica, l'attivo, il passivo o le attività dell'entità stessa.

Vengono previsti anche altri obblighi di comunicazione per le agenzie di *rating* del credito (cfr. allegato I, sezione D, parte I, punto 3). Si tratta di *informazioni* che le agenzie devono comunicare agli emittenti circa i principali elementi su cui si basa il *rating* o la prospettiva del *rating* prima della pubblicazione di questi ultimi, in modo che l'entità in questione abbia l'opportunità di verificare se ci siano errori; la norma proposta impone alle agenzie di informare gli emittenti durante l'orario di lavoro dell'entità valutata e con almeno una giornata lavorativa di anticipo rispetto alla pubblicazione del *rating*. Siffatta norma si applica a tutti i *rating*, sollecitati o meno, e alle prospettive di *rating*.

Le agenzie di *rating* del credito dovranno comunicare informazioni su tutte le entità o gli strumenti di debito che sono loro sottoposti per un'analisi iniziale o per un *rating* preliminare (cfr. allegato I, sezione D, parte I, punto 6). La norma estende tale obbligo anche al di là dei prodotti finanziari strutturati (modifica che comporta la corrispondente soppressione del punto 4 della parte II della sezione D dell'allegato I).

4.5. Modifiche in relazione ai rating sovrani.

Le norme che si applicano ai *rating* sovrani (intendendo per essi il *rating* di uno Stato, un'autorità regionale o locale di uno Stato o di uno strumento laddove l'emittente del debito o dell'obbligazione finanziaria sia uno Stato o un'autorità regionale o locale di uno Stato) sono state ridefinite⁸³ al fine di migliorare la qualità di tali *rating*:

⁸² L'obbligo di fornire indicazioni sulle metodologie e le ipotesi su cui sono basati i *rating* è esteso dai prodotti finanziari strutturati a tutte le classi di attività. Le indicazioni fornite dalle agenzie di *rating* del credito dovrebbero essere chiare e facilmente comprensibili.

⁸³ La problematica dei *rating* sovrani ha avuto una accelerazione dopo la crisi., come si è già sottolineato nel testo. Sul punto considerato nella Proposta del nuovo regolamento, si è espressa la Banca Centrale Europea che ha condiviso in linea generale la proposta di modifica presentata dalla Commissione e tra l'altro l'affidamento di ampi poteri all'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (AESFEM) in merito all'autorizzazione e vigilanza delle agenzie di *rating* del credito. I compiti aggiuntivi affidati all'AESFEM ai sensi della proposta di regolamento, afferma la BCE, contribuiranno al miglioramento delle condizioni del mercato dei *rating* del credito con l'obiettivo di migliorare la qualità dei *rating* e la promozione di processi e metodologie di *rating* del credito affidabili. Si v. B.C.E. *Parere* in G.U. C 167 del 13.06.2013, 1.

“La BCE – si legge nel *Parere* – sostiene le iniziative intraprese al fine di potenziare la trasparenza e la comunicazione della metodologia e la procedura di *rating* in relazione al debito sovrano. La proposta di regolamento introduce un regime speciale in merito alla frequenza del riesame e alla procedura di emissione dei *rating* sovrani. La BCE accoglie con favore tali proposte di modifica e in particolare la proposta di richiedere alle agenzie di *rating* del credito di valutare i *rating* sovrani più frequentemente. Sebbene i *rating* dovrebbero essere pubblicati solo dopo la chiusura e almeno un'ora prima dell'apertura delle sedi di negoziazione nell'Unione, la BCE ritiene che altre iniziative possano essere intraprese per alleviare i potenziali effetti prociclici delle modifiche nei *rating*. La BCE raccomanda di esplorare vie per ridurre la volatilità indotta dalla tempistica delle modifiche nei *rating*, in particolare quando un'emittente è sotto osservazione ed è prossima alla perdita del proprio *status* di *investment grade*, nonché quando sia contemplato un potenziale declassamento di diversi livelli. In tali situazioni, potrebbero considerarsi proposte volte a comunicare più frequentemente con il mercato in modi che attenuerebbero l'«effetto precipizio» (*cliff effects*). Inoltre, la BCE nota che la proposta di

– le agenzie sono tenute a valutare i *rating* sovrani ogni sei mesi anziché ogni dodici mesi (**art. 8, par. 5, comma 2, nuova stesura**)

– è aggiunta una nuova parte III sugli obblighi supplementari in relazione alla presentazione dei *rating* sovrani (allegato I, sezione D). In particolare, le agenzie sono tenute a pubblicare integralmente una relazione dettagliata in occasione dell'emissione e del cambiamento di un *rating* sovrano, al fine di migliorare la trasparenza e la comprensione da parte degli utenti. I *rating* sovrani dovrebbero essere pubblicati solo dopo la chiusura delle attività e almeno un'ora prima dell'apertura delle sedi di negoziazione nell'U.E.;

– le norme per la pubblicazione di una relazione di trasparenza da parte delle agenzie di *rating* del credito sono rafforzate dall'obbligo di trasparenza in merito all'allocazione del personale alle diverse classi di attività (*rating* aziendali, di finanza strutturata, sovrani; cfr. allegato I, sezione E, parte III, punti 3 e 7).

Ulteriori informazioni sono previste quali dati disaggregati sul loro fatturato, compresi i dati sulle provvigioni generate da ciascuna classe di attività. Tali informazioni sono funzionali a consentire di valutare *in quale misura* le agenzie si avvalgono delle loro risorse per l'emissione di *rating* sovrani.

4.6. Modifiche relative alla comparabilità e alle provvigioni per i rating del credito.

Al fine, più volte, dichiarato di promuovere la concorrenza nel mercato dei *rating* del credito e migliorarne la qualità, sono indicate modifiche che agevolano la comparabilità dei *rating* e comportano una maggiore trasparenza sulle provvigioni applicate ai *rating* del credito:

– è imposto alle agenzie di *comunicare* i *rating* all'AESFEM, la quale farà sì che tutti i *rating* disponibili sul mercato per uno strumento di debito siano pubblicati sotto forma di un indice europeo di *rating* (EURIX), liberamente consultabile dagli investitori (**art. 11-bis**) ;

– si autorizza l'AESFEM ad elaborare progetti di norme tecniche, soggette all'approvazione della Commissione europea, su una scala di *rating* armonizzata che dovrà essere utilizzata dalle agenzie. Tutti i *rating* dovrebbero essere emessi in ottemperanza agli stessi standard della scala, garantendo così che possano essere confrontati più agevolmente dagli investitori (**art. 21, par. 4-bis**). Tale disposizione è volta a rendere l'EURIX più utile per gli investitori e le altre parti interessate; le provvigioni applicate dalle agenzie ai loro

regolamento prevede che ogni *rating* sovrano emesso da un'agenzia di *rating* o la relativa prospettiva di *rating* siano accompagnati da una relazione dettagliata che spieghi tutte le ipotesi, i parametri, i limiti e le incertezze e ogni altro elemento preso in considerazione nella determinazione di tale *rating* o prospettiva). A tal proposito, potrebbe essere opportuno estendere alcuni di tali obblighi ad altri tipi di *rating*, in particolare quelli in merito alle informazioni dettagliate sulle ipotesi quantitative e qualitative che giustificano le ragioni del mutamento di *rating* e il relativo peso”.

clienti per la fornitura di *rating* (e di servizi ausiliari) non dovrebbero essere discriminatorie (ma basate sui costi effettivi e sui criteri di trasparenza dei prezzi) né fondate su alcuna forma di condizionalità (vale a dire essere indipendenti dagli esiti o risultati del lavoro svolto).

– si tende ad evitare conflitti d’interesse, impedendo ad esempio che le entità valutate possano pagare provvigioni più elevate in cambio di *rating* più favorevoli (allegato I, sezione B, punto 3-*bis*) ;

– è richiesto alle agenzie di *rating* di segnalare annualmente un elenco delle provvigioni applicate a ciascun cliente per ogni *rating* ed eventuali servizi ausiliari (allegato I, sezione E, parte II, punti 2, lett. a, e 2, lett. a-*bis*). La segnalazione delle provvigioni è completata dalla summenzionata nuova disposizione al punto 7 della parte III della sezione E dell’allegato I. Il nuovo punto 2, lett. a-*bis*) dispone che le agenzie segnalino anche all’AESFEM la loro politica tariffaria, compresi i criteri relativi ai *rating* delle diverse classi di attività.

Infine, la proposta di regolamento dispone che l’AESFEM svolga alcune attività di monitoraggio sulla concentrazione nel mercato (cfr. art. 21, par. 5) e che la Commissione prepari una relazione in materia (art. 39, par. 4).

4.7. Modifiche relative alla responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori.

Pur prevedendo il nuovo regolamento disposizioni volte a ridurre il rischio di un’eccessiva dipendenza dai *rating* esterni, emessi a fini regolamentari o meno, nei lavori preparatori emerge la consapevolezza che nel prossimo futuro i *rating* del credito continueranno ad avere un impatto sulle decisioni degli investitori. Pertanto, accanto al rafforzamento dei presidi “pubblicistici” si prevedono esplicitamente delle forme di tutela “privatistiche”.

Le agenzie di *rating* del credito sono tenute al rispetto degli obblighi derivanti dalle disposizioni del regolamento, che peraltro prevede un rafforzato sistema di tutela “pubblicistiche” come la revoca dell’autorizzazione e un apparato complesso di sanzioni. Nel testo del regolamento n.1069, non erano presenti disposizioni relative alla responsabilità civile, e si riteneva che, in caso di *rating* errati, produttivi di danni, le regole da applicare fossero quelle dei singoli ordinamenti comunitari. Il nuovo regolamento detta una puntuale disciplina con profili sia sostanziali che processuali, che può apparire ad una prima lettura più favorevole alle agenzie di quanto sarebbe l’applicazione della disciplina italiana di diritto comune, in particolare per i complessi oneri probatori posti a carico del danneggiato.

L’art. 35-*bis* del regolamento stabilisce che l’agenzia è tenuta a rispondere dei danni cagionati all’investitore che ha fatto affidamento sul giudizio espresso, nel caso in cui essa

abbia violato, intenzionalmente o per negligenza grave, il regolamento sulle agenzie di *rating* del credito, e a condizione che l'infrazione in oggetto abbia influenzato il *rating* del credito⁸⁴.

4.8. *Altre modifiche. L'agenzia europea di rating.* – Il testo del regolamento n. 1060 è modificato anche al fine di chiarire alcuni obblighi in relazione alle agenzie “certificate” stabilite in paesi terzi (così da incidere, sugli artt. 5, par. 8; 11, par. 2; 19, par. 1; 21, par. 4, lett. e, del regolamento preesistente). L'elenco delle infrazioni di cui all'allegato III e all'art. 36-*bis*, par. 2, del regolamento, è inoltre stato adeguato in seguito alle altre modifiche apportate al regolamento medesimo⁸⁵.

Appare rilevante sottolineare come la Proposta e poi il testo definitivo del regolamento non prevedano un'agenzia europea di *rating*, quantunque il Parlamento europeo nella sua relazione sull'argomento dell'8 giugno 2011, l'abbia presa in considerazione ed essa sia stata oggetto di esame nella valutazione d'impatto. L'indagine sul punto ha evidenziato che, anche se un'agenzia finanziata con fondi pubblici potrebbe apportare vantaggi in termini di “varietà” di pareri nel mercato del *rating* e potrebbe costituire un'alternativa al modello “*issuer-pays*”, può suscitare comunque perplessità in merito ai conflitti d'interesse e alla sua credibilità, in particolare ove l'agenzia europea dovesse valutare i debiti sovrani⁸⁶.

Conclusioni di tale tipo non possono comunque – si dice nei lavori preparatori – fungere da deterrente per altri operatori intenzionati a istituire nuove agenzie di *rating* del credito. Spetterà alla Commissione verificare in quale misura l'ingresso di nuove imprese private nel mercato del *rating* del credito si possa tradurre in una maggiore “varietà” dell'offerta.

Si è dell'idea che la definizione di adeguate prescrizioni debba, in primo luogo, consentire alle società di *rating* di recuperare il loro ruolo di organismi che cooperano al buon andamento e alla stabilità dei sistemi economici.

⁸⁴ Per approfondimenti sulla problematica si rinvia a PICARDI, *Obblighi di comportamento e responsabilità civile delle società di rating*, Relazione al Convegno di Salerno, cit., in corso di stampa. Si vedano le critiche alla norma di CARRIERO G., (nt. 51), 881, che sottolinea la differenza tra l'ordinario giudizio di *rating* e quello emesso dalle agenzie regolamentate, riservatarie di un'attività protetta e destinatarie di regole di condotta rilevanti in punto di obblighi informativi e di loro effetti. La disciplina ratifica la differenza tra la natura di mera *opinione* del giudizio di *rating* fornito dall'agenzia non registrata (che quindi non potrebbe provocare in capo ai terzi danni risarcibili) e quello (un giudizio?) dell'agenzia registrata. Possibili incertezze in punto di tutela del pubblico risparmio potrebbero scaturirne.

⁸⁵ Al fine di conformare il regolamento sulle agenzie di *rating* del credito alla terminologia del Trattato di Lisbona, i riferimenti alla “Comunità” sono sostituiti da riferimenti all’“Unione”.

⁸⁶ Sul tema, OSTER, *Who rates the raters? The regulation of credit rating agencies in the EU*, in *Maastricht Journal of European and comparative law*, 2010, 356; GASPARINI CASARI, *Le agenzie di rating*, in *Il diritto dell'economia*, 2011, 643; GILDEHAUS, *The rating agency oligopoly and its consequences for european competition law*, in *European law review*, 3/2012, 272.

Depongono per l'obiettivo di creare una maggiore varietà e più possibilità di scelta una serie di misure quali la regola di rotazione più volte richiamata, che richiederà di cambiare regolarmente agenzia di *rating* del credito, comportando così un'apertura del mercato di tali agenzie a nuovi operatori; e la proposta di vietare alle grandi agenzie di rilevare altre entità per un periodo di dieci anni⁸⁷.

5. *Il ruolo dell'AESFEM.*

I lavori preparatori della Commissione evidenziano come il regolamento del 2009 abbia introdotto il sistema di registrazione basato sulla sussistenza di obblighi che le agenzie devono adempiere, per garantire l'indipendenza e l'integrità del processo di *rating* e migliorare la qualità dei *rating* emessi, e abbia affidato la responsabilità di registrazione e di vigilanza direttamente all'AESFEM (dal luglio 2011).

L'attribuzione⁸⁸ all'AESFEM di funzioni di vigilanza sulle agenzie è stato un punto di svolta nella regolazione in materia di *rating* ed è stata valutata particolarmente opportuna in virtù del forte grado di indipendenza assicurato all'ente dalla riforma sulle Autorità di vigilanza europea, indipendenza che le consente di espletare compiti di vigilanza su un settore così delicato. Come pure, essendo il mercato caratterizzato da un numero di operatori piuttosto contenuto, sicuramente non paragonabile ad altri settori in cui le istituzioni finanziarie sono numerose e diversificate in termini di attività e di dimensioni, l'accentramento di funzioni in una sola istituzione è sembrato non particolarmente complesso⁸⁹.

Va da sé che nella riconduzione dell'attività della propria attività in ambiti coerenti con le indicazioni che provengono dai mercati e con la ricerca di razionali profili di equilibrio all'interno degli ordinamenti finanziari, l'AESFEM è impegnata a disegnare il proprio ruolo e gli spazi d'intervento di sua competenza.

Nella delineata prospettiva di rinnovamento, si è ritenuto ritiene che dovrà essere opportunamente favorita la tendenza ad omogeneizzare le forme disciplinari relative alle società in esame, mediante il riferimento a criteri unitari, che eliminino alla radice difformità

⁸⁷ La Commissione sta inoltre valutando se e in quale misura i fondi dell'Unione potrebbero essere utilizzati per promuovere la creazione di reti di piccole agenzie che, unendo le proprie risorse, consentano economia di scala. La proposta della Commissione non va ad incidere sul bilancio dell'Unione europea; in particolare, i nuovi compiti che sarebbero affidati all'AESFEM conformemente alla proposta non comporteranno un finanziamento comunitario supplementare. Infatti l'art. 19 del regolamento dispone che le spese sostenute dall'AESFEM per la registrazione e la vigilanza delle agenzie di *rating* del credito sono integralmente coperte dai diritti versati dalle stesse agenzie.

⁸⁸ PERASSI, *Verso una vigilanza europea. La supervisione sulle agenzie di rating*, in *A.G.E., Il Rating: mito, realtà, narrazioni*, n. 2, 2012, 414 s.

⁸⁹ Sulla prima fase dell'attività di supervisione sulle agenzie di *rating*: ESMA, *Annual report*, 2011, 29 ss.

nelle modalità strutturali ed operative delle medesime. Si è auspicata una uniformità applicativa in materia, anche se riconducibile alle differenti realtà giuridiche dei paesi nei quali hanno sede i soggetti destinatari dei giudizi: dare spazio all'attuazione di una convergenza normativa potrà significare assicurare un *agere* delle agenzie più facilmente controllabile e, dunque, meglio rispondente alle necessità degli investitori. I poteri previsti dai regolamenti CRA I E CRAII ⁹⁰ sono configurati in relazione ai divieti posti alle agenzie ⁹¹.

In particolare, in merito all'innovazione introdotta con l'attribuire il potere di vigilanza all'AESFEM è da rilevare che, per quanto riguarda la qualità dell'attività volta all'attribuzione del *rating*, già il secondo regolamento, all'art. 8, parr. 2-6, ha dettato disposizioni procedurali ed organizzative tese a garantire la *qualità dei giudizi finali* espressi con il *rating*.

Il punto ha rappresentato un elemento fondamentale per comprendere la logica dell'intervento del legislatore europeo⁹². Il regolamento n.1069 introduce solamente prescrizioni organizzative e procedurali che devono essere seguite dalle agenzie, ma *non consente all'AESFEM di spingersi sino a richiedere alle stesse agenzie di modificare nella sostanza le metodologie seguite ed applicate* ⁹³.

Lo stesso regolamento, nel testo emendato nel 2011, all'art. 10, par. 6, dispone che: "un'agenzia di *rating* del credito non utilizza il nome dell'AESFEM o di un'Autorità competente in alcun modo che possa indicare o suggerire che l'AESFEM o un'Autorità competente avalli o approvi i *rating* o le attività di *rating* dell'agenzia di *rating* del credito", e all'art. 23 precisa che: "Nell'adempimento dei compiti loro assegnati in virtù del presente regolamento, né l'AESFEM, né la Commissione, né altre Autorità pubbliche degli Stati membri interferiscono con il contenuto dei *rating* del credito o con le relative metodologie".

⁹⁰ Sugli aspetti più significativi del regolamento del 2009: OSTER, *op.cit.*, 362 ss.; DE BELLIS, *La nuova disciplina europea delle agenzie di rating*, in *Giornale di diritto amministrativo*, 5/2010, 457 ss.

⁹¹ Sul piano operativo, sono da segnalare in particolare le previsioni sulla fornitura di servizi diversi dall'elaborazione dei *rating* (allegato I, sezione B, n. 4 e preambolo par. 22), che vietano ad una agenzia di fornire all'entità valutata o a terzi collegati servizi di consulenza relativi alla loro struttura organizzativa, al loro attivo o passivo ed alla loro attività; i c.d. servizi ausiliari sono invece ammessi, sempre che la loro prestazione non generi conflitti di interesse.

Va infatti ricordato che già erano previsti rimedi per la prevenzione del conflitto di interesse che si sostanziano nell'imposizione di un obbligo di rotazione degli analisti che partecipano all'attività di *rating* della stessa entità valutata o di soggetti collegati (allegato I, C, n. 8).

Venendo alla trasparenza, occorre ricordare le precedenti previsioni degli artt. 8, par. 1, e 10-13 (nonché le regole dell'allegato I ivi richiamate) che, oltre alla pubblicazione di una relazione annuale di trasparenza, impongono in particolare di rendere noti i *rating* di credito, ogni decisione di abbandonare un *rating*, le politiche e le procedure per i *rating* non sollecitati, informazioni sulle metodologie, sui modelli e le ipotesi principali utilizzati nell'attività di *rating* del credito.

Particolari informazioni sono poi state previste per gli strumenti finanziari strutturati (art. 10, par. 3).

⁹² Si veda ancora PERASSI, *op. cit.*, 417 s.

⁹³ Si vedano tuttavia le considerazioni di AMOROSINO, *Rilevanze pubblicistiche*, già citate, che rivalutano le competenze dell'AESFEM.

Il principio di non interferenza della Autorità nei contenuti del *rating* del credito e di non approvazione delle attività di *rating*⁹⁴, come sostenuto dalla prevalente dottrina, collocano la funzione di vigilanza dell'AESFEM su un piano non invasivo, che mira ad assicurare il rispetto di regole prefissate, senza però incidere nel merito delle valutazioni delle agenzie e perciò senza garantirne la qualità rispetto ai terzi soggetti.

Nei lavori preparatori al nuovo regolamento n. 462/2013, anche la BCE ha appoggiato il proposto conferimento di compiti all'AESFEM in relazione al rispetto delle metodologie delle agenzie di *rating* del credito nuove o modificate. Tuttavia, ha raccomandato di chiarire che il ruolo dell'AESFEM è limitato alla verifica che le metodologie rispettino le regole applicabili. Inoltre, ha sottolineato l'opportuna specificazione di una procedura e di un quadro temporale applicabili al fine di garantire che la verifica da parte dell'AESFEM non prevenga l'emissione di nuovi *rating* da parte delle agenzie di *rating* del credito⁹⁵.

Alla luce della recente riforma, i poteri salienti dell'AESFEM possono essere individuati oltre che nel più volte ricordato artt. 14 ss., relativo alla procedura di registrazione (artt. 14-18) e della revoca della stessa (art. 20), in quelli più generali di "supervisione" e vigilanza "continuativa" (art. 22-*bis*) sulle Agenzie, per assicurare il rispetto dei requisiti di metodologia, rispettando la regola "di non interferenza" (art. 23). Il potere di chiedere informazioni, art. 23-*ter*, assistito da numerose guarentigie (commi 1-4) per tutelare la riservatezza dell'agenzia si accompagna al potere di compiere indagini (art. 23-*quater*) e ad un vero e proprio potere ispettivo (art. 23-*quinqüies*). A fronte delle violazioni è previsto un articolato sistema di sanzioni (art. 24) che vanno dalla revoca della registrazione alla sospensione dei *rating* emessi con effetto in tutta l'Unione, alla imposizione della cessazione dalla violazione (comma 1, lett. d).

Il regolamento n. 462 vede anche un incremento degli obblighi di comunicazioni da parte dell'AESFEM alla Commissione, all'EBA all'EIOPA, alle autorità competenti e alle autorità settoriali competenti delle decisioni prese ai sensi degli artt. 16, 17, 20 del regolamento⁹⁶.

⁹⁴ Cfr. DE BELLIS, *La riforma della regolamentazione e della vigilanza finanziaria*, in NAPOLITANO (a cura di), *Uscire dalla crisi. Politiche pubbliche e trasformazioni istituzionali*, Il Mulino, Bologna 2012, 114. Sul punto si rinvia anche a OLIVIERI, *I servizi di rating tra concorrenza e regolazione*, in A.G.E., *Il Rating: mito, realtà, narrazioni*, n. 2, 2012.

⁹⁵ La BCE ha accolto positivamente anche la proposta di richiedere indicazioni più numerose e facilmente comprensibili sulle metodologie e sulle ipotesi su cui sono basati i *rating* di tutte le classi di attività. Infine, si è pronunziata favorevolmente per l'introduzione di una consultazione pubblica sulle modifiche previste nelle metodologie, nei modelli o nelle ipotesi principali di *rating* (*Parere*, cit., 7).

Infine, è compito dell'AESFEM⁹⁷ pubblicare una relazione annuale sull'applicazione del nuovo regolamento (nuovo par. 5, art. 21), che in particolare contenga una valutazione dell'attuazione del (nuovo) allegato I da parte delle agenzie registrate e una valutazione del meccanismo di avallo previsto dall'art. 4, par. 3, che consente ad un'agenzia registrata e stabilita nella Comunità, di avallare, a precise condizioni, un *rating* emesso in un paese terzo.

6. L'attuazione delle riforme più recenti.

La recente disciplina Europea è in via di applicazione, ma l'esplorazione sui primi risultati appare ancora prematura⁹⁸.

Come si è già sottolineato, una svolta decisiva nella linee di regolazione del *rating* è stata impressa dal *Financial Stability Board* nel 2010⁹⁹. Nell'ottobre di quell'anno, il FSB ha emanato i "Principi per ridurre l'affidamento sui *rating* delle Agenzie di *rating*". Nell'agosto del 2013 ha redatto un Rapporto sull'attuazione dei "principi" da parte dei regolatori, che è particolarmente illuminante, ai fini di chiarire l'ottica delle riforme e le possibilità di attuazione.

L'obiettivo e l'importanza dei Principi è rappresentato, rileva il Rapporto, dall'intento di *porre fine alla prassi delle banche, degli investitori istituzionali e degli altri operatori di mercato di fare affidamento in maniera meccanicistica sulle agenzie di rating*. Il sistema dei *rating* delle agenzie – ricorda il rapporto – è stato erroneamente interpretato alla stregua di un "crisma ufficiale di approvazione" con la conseguenza che è stato allentato il sistema di incentivi alle imprese a sviluppare la propria autonoma capacità di valutazione dei rischi di credito e di diligenza attesa. Come è emerso durante la crisi finanziaria, l'affidamento sui *rating* esterni, piuttosto che su un sistema interno di valutazione del credito, può essere causa di un "effetto-falesia" determinando un'improvvisa vendita di titoli quando essi sono stati svalutati.

⁹⁷ Si v. *Orientamenti e raccomandazioni sull'ambito di applicazione del regolamento CRA*, 30 luglio 2013, in www.europa.europa.eu.

⁹⁸ Si vedano le *Raccomandazioni* dell'AEFEM, consultabili sul sito dell'Autorità. Pare utile, altresì, richiamare l'indagine portata avanti dall'FSB in un recente rapporto che può offrire un quadro "globale" di quanto a livello internazionale si sta realizzando, soprattutto con riguardo alla riduzione della "overreliance", in pratica uno "stato dell'arte". Nello stesso tempo si dà conto dei mutamenti delle legislazioni più significative, come quella americana.

⁹⁹ Come ricorda il *Financial Stability Board*, in *Thematic Review on FSB Principles for Reducing reliance on Credit Rating Agency Ratings, Interim Report*, reperibile in http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_130829e.pdf. agosto 2013. Come è noto il FSB riunisce regolarmente rappresentanti dei governi, delle banche centrali e delle autorità nazionali di vigilanza sulle istituzioni e sui mercati finanziari, di istituzioni finanziarie internazionali, di associazioni internazionali di autorità di regolamentazione e supervisione e di comitati di esperti di banche centrali. Il FSB si propone di "promuovere la stabilità finanziaria a livello internazionale, migliorare il funzionamento dei mercati e ridurre il rischio sistemico attraverso lo scambio di informazioni e la cooperazione internazionale tra le autorità di vigilanza".

Durante il 2012 i *leader* del G20, in occasione della “Dichiarazione di Los Cabos”, nonché i Ministri delle Finanze ed i Governatori delle Banche centrali hanno formalmente richiesto progressi più rapidi alle autorità nazionali ed agli organi di determinazione degli standard (di seguito, SSB) per mettere fine al rinvio automatico ai *rating* delle agenzie. Come risposta a questa richiesta è stato stilato un itinerario più veloce per pervenire all’applicazione dei Principi FSB¹⁰⁰.

Il percorso a tappe indicato segue due linee direttrici: la prima è volta a lavorare sul meccanico affidamento sui *rating* delle agenzie operato attraverso leggi, regolamenti e standard. Inoltre, laddove manchino richiami ai *rating*, le leggi, i regolamenti e gli standard dovrebbero prevedere un obbligo o un auspicio che gli operatori di mercato non facciano automatico affidamento sui *rating*. La seconda è volta a promuovere o, in alcuni casi, imporre alle istituzioni finanziarie meccanismi interni di valutazione del rischio di credito in sostituzione del ricorso meccanico ai *rating* rendendo, altresì, chiare le modalità di funzionamento di tali processi valutativi.

Queste due direttrici devono essere seguite in parallelo, ha sancito l’FSB, dal momento che i cambiamenti sul piano regolativo sono necessari per trasmettere alle istituzioni finanziarie i necessari incentivi a sviluppare i propri sistemi di valutazione del rischio di credito, mentre la tendenza al meccanico affidamento sui *rating* delle CRA può essere smorzata senza accrescere i rischi solo se gli operatori di mercato sviluppano adeguatamente la propria capacità valutativa.

In questo quadro, la soppressione dei richiami ai *rating* negli standard, nelle leggi e nei regolamenti rappresenta il primo passo per incentivare gli operatori di mercato a sviluppare la propria capacità di valutazione del rischio di credito. Una siffatta soluzione presenta, tuttavia, elementi di indubbia criticità. Ed invero, se si rimette ad un’autonoma valutazione degli appartenenti al settore finanziario l’utilizzo dei meccanismi di *rating* non si esclude la totale eliminazione del *rating*. Ciò con la conseguenza di eliminare, sul piano delle concretezze, gli effetti positivi ricollegabili al processo evolutivo degli organismi in questione¹⁰¹.

Per queste ragioni, infatti, le istituzioni possono considerare di incentivare e incoraggiare i privati a non fare automatico affidamento sui *rating* mediante diversi strumenti, dalla promozione delle buone pratiche industriali fuori dai processi di vigilanza alla revisione dei meccanismi di controllo sulle prassi di valutazione del rischio di credito. Le tappe del percorso, quindi, devono consentire agli Stati il cambiamento degli incentivi agli operatori di mercato ma, nel contempo, devono lasciare agli operatori il tempo per adeguarvisi.

¹⁰⁰ Riscontrabile nell’allegato B al Rapporto.

¹⁰¹ Cfr. VELLA, *Una rivoluzione copernicana per il rating*, in *lavoce.info*.

Per sostenere il percorso summenzionato ¹⁰² il FSB ha deciso di intraprendere una revisione per aree tematiche, il cui obiettivo principale è appunto dare supporto alle autorità nazionali nello svolgimento dei compiti loro assegnati dal programma. Per disincentivare sempre più velocemente il richiamo meccanico ai *rating* è stata promossa la condivisione tra le autorità nazionali delle rispettive esperienze e prassi in materia¹⁰³.

Più precisamente, vanno ricordati i contenuti dei *Principi* ¹⁰⁴:

– *Principio I: ridurre l'affidamento delle autorità sui rating delle agenzie nelle leggi e nei regolamenti.* Dovrebbero essere eliminati i riferimenti nelle leggi, nei regolamenti e nelle prassi alla meccanica applicazione dei *rating* per sostituirli, laddove possibile, con standard alternativi ed affidabili di valutazione della capacità creditizia. Le autorità competenti dovrebbero elaborare definizioni alternative di affidabilità creditizia e criteri-ponte per consentire agli operatori di mercato di sviluppare sistemi alternativi di valutazione e misurazione del rischio di credito;

– *Principio II: le banche, gli operatori di mercato e gli investitori istituzionali dovrebbero sviluppare sistemi propri di valutazione del credito senza fare meccanico riferimento ai rating elaborati dalle agenzie;* regolamenti ed azioni ufficiali dovrebbero essere adottati a supporto di questo principio. Piuttosto, i *rating* dovrebbero rappresentare un *input* per i sistemi interni di gestione e valutazione del rischio di credito rispetto ai quali gli operatori dovrebbero rendere pubbliche le informazioni in base alle quali hanno svolto le rispettive valutazioni del rischio e dovrebbero rendere pubblico fino a che punto hanno fatto ricorso/applicazione ai *rating* delle CRA;

Nell'applicazione dei due principi-base a particolari attività del mercato finanziario, sono stati elaborati i seguenti criteri:

– *Principio III.1.:* le banche centrali dovrebbero svolgere le proprie valutazioni sul rischio di credito degli strumenti finanziari che ammettono nelle operazioni di mercato senza ricorrere alla meccanica applicazione dei *rating* che, al contrario, potrebbe determinare cambiamenti improvvisi e non necessari nell'ammissibilità alle operazioni di mercato di questi strumenti finanziari, senza contare che questi cambiamenti possono esacerbare i c.d. picchi di mercato;

¹⁰² Scopo ed obiettivi della revisione.

¹⁰³ Nonostante i *Principi* siano diretti alle autorità nazionali, a quelle incaricate di fissare gli standard (SSB) e agli operatori di mercato, la verifica interessa quei profili dei *Principi* che sono di maggiore interesse per il settore pubblico, in particolare la rimozione dei richiami (ove possibile) alla meccanica applicazione dei *rating* ovvero la creazione di incentivi all'elaborazione di autonomi sistemi di valutazione del credito ad opera degli operatori del mercato.

¹⁰⁴ V. allegato A.

– *Principio III.2.*: i criteri di vigilanza prudenziale dovrebbero imporre alle banche di non applicare meccanicamente i *rating* per la valutazione dell'affidabilità creditizia degli *assets*. Il che implica che le banche devono sviluppare la propria capacità di valutazione del rischio di credito e degli altri rischi collegati agli strumenti finanziari. A questo scopo le banche devono dare pubblicità ai criteri e alle informazioni in base ai quali elaborano le valutazioni interne del rischio di credito indicando per quanta parte del proprio portafoglio la valutazione del rischio è stata basata sui *rating* ovvero su proprie valutazioni. Questo impegno potrebbe essere imposto alle banche sulla base del terzo pilastro di Basilea II;

– *Principio III.2.a.*: alle banche di maggiori dimensioni dovrebbe essere richiesto di valutare qualsiasi rischio di credito al quale sono esposte in base a *rating* interni e, nel contempo, le autorità di vigilanza dovrebbero migliorare la propria capacità di vigilare sui sistemi interni di valutazione del rischio di credito;

– *Principio III.2.b.*: le banche più piccole e meno sofisticate potrebbero non avere le risorse per affrontare i costi di sviluppo e gestione di *rating* interni per ogni tipo di strumento in portafoglio. In ogni caso, però, dovrebbero essere in grado di valutare l'esposizione globale che potrebbe condizionare la performance bancaria senza fare meccanica applicazione dei *rating*;

– *Principio III.3.*: gli amministratori di fondi di investimento e gli investitori istituzionali (ad esempio fondi pensione o imprese di assicurazione) non devono fare meccanica applicazione dei *rating* per la valutazione della *performance* degli *assets*. Piuttosto, essi devono svolgere valutazioni di analisi del rischio tanto complesse quanto è richiesto dalle caratteristiche dell'investimento effettuato, dando pubblicità all'approccio di gestione del rischio adottato ovvero ai processi di valutazione della bontà del credito. Il quadro normativo dovrebbe incentivare gli amministratori e gli investitori istituzionali ad evitare la meccanica applicazione dei *rating*.

– *Principio III.4.*: le autorità di vigilanza dovrebbero rivedere le politiche di marginalizzazione dei partecipanti al mercato e delle controparti centrali per evitare l'indebitto, automatico ricorso ai *rating*.

– *Principio III.5.*: gli emittenti strumenti finanziari dovrebbero tempestivamente rendere pubbliche le informazioni sui titoli emessi in modo tale che gli investitori possano fare le proprie valutazioni sul rischio di credito.

Il Rapporto precisa che la verifica individuale interessa l'applicazione dei suesposti *Principi* per la regolazione e la vigilanza dei pertinenti settori finanziari (bancario, mercato degli strumenti finanziari, assicurazione, gestione dei fondi pensione), ma non include le pratiche correnti di gestione del rischio di credito utilizzate dagli operatori privati non fanno parte di questa verifica.

La verifica è stata strutturata in due fasi, la prima delle quali comprende una sistematica raccolta dei richiami ai *rating* nel quadro normativo delle autorità di vigilanza per porre mano ad una loro riduzione ¹⁰⁵.

La prima fonte di informazione dell'indagine è stata rappresentata dalle risposte fornite dagli Stati componenti il *Financial Stability Board* ¹⁰⁶.

6.1. Quadro generale sull'applicazione dei Principi da parte delle autorità nazionali.

In relazione a quanto sinora emerso, il Rapporto evidenzia che il maggiore progresso fatto dagli Stati membri del *Financial Stability Board* concerne la ricognizione dei richiami all'applicazione dei *rating*. Quasi tutti gli Stati hanno comunicato di aver completato suddetta operazione ¹⁰⁷. Gli Stati Uniti *hanno anche provveduto a rimuovere* i richiami ai *rating* nelle leggi e nei regolamenti adottati in applicazione del *Dodd-Frank Act*. Addirittura gli organi del governo federale americano stanno valutando di sostituire questi riferimenti con standard alternativi di valutazione del rischio di credito.

Nell'Unione europea è stato promosso, afferma il Rapporto, subito dopo la pubblicazione dei *Principi*, un processo di monitoraggio del quadro normativo diretto a verificare dove, nella disciplina dei servizi finanziari, ricorresse un richiamo ai *rating* e ad ogni meccanismo che favorisse l'automatico ricorso agli stessi. Si sottolinea che il processo di revisione ha portato ad un primo risultato nel regolamento comunitario n. 462/2013 (c.d. CRA III), direttamente applicabile in tutti gli Stati membri, che riduce il ricorso ai *rating* delle agenzie ¹⁰⁸. In particolare, il regolamento n. 462/2013 ha imposto alle autorità di supervisione europee (ESMA, EBA, EIOPA) di non richiamare i *rating* nelle proprie linee-guida, raccomandazioni o standard tecnici onde evitare che il richiamo possa indurre le autorità nazionali competenti, le istituzioni finanziarie o, genericamente, gli operatori di mercato alla loro meccanica applicazione (art. 5, reg. CRA III). L'operazione vale anche per il passato, nel senso che le autorità di supervisione europee sono chiamate ad "epurare" le

¹⁰⁵ Il rapporto finale sarà pubblicato agli inizi del 2014

¹⁰⁶ Il questionario è tematico ed è organizzato per sondare le iniziative intraprese dalle autorità competenti nel ridurre il richiamo nelle leggi e nei regolamenti ai *rating* nonché per incentivare il ricorso a sistemi di valutazione del rischio di credito autonomamente elaborati.

¹⁰⁷ Tuttavia quei pochi Stati membri che non hanno ancora completato l'operazione sono stati sollecitati a farlo entro la fine di settembre 2013.

¹⁰⁸ Nel complesso le nuove disposizioni poste dal reg. n. 462/2013 appaiono come una decisa presa di posizione da parte delle Istituzioni europee in materia di stabilità ed efficienza del mercato comune. Recependo la maggior parte delle proposte formulate dalla Commissione, si pongono le basi per una maggiore regolamentazione di quelle entità che forse più di tutte hanno mostrato delle ombre durante l'attuale crisi finanziaria. Le regole certamente non potranno eliminare ogni rischio o problema nel mercato europeo, ma la stringente disciplina in ambito di *governance*, assetti proprietari, *rating* sovrani, conflitti d'interesse e responsabilità civile sembrano essere un solido passo avanti verso una maggiore trasparenza dei mercati finanziari.

linee-guida, le raccomandazioni o le previsioni tecniche già adottate da ogni richiamo ai *rating* di credito, laddove appropriato. Stessa operazione va effettuata per il quadro giuridico generale dell'Unione europea, operazione da portare a termine entro il primo gennaio 2020 sempre che sistemi di valutazione del rischio di credito alternativi ed affidabili siano stati elaborati.

Un altro aspetto degno di interesse del quadro normativo europeo e statunitense – a detta del Rapporto – è rappresentato dall'enfasi prestata alla *maggiore trasparenza* per ridurre la dipendenza degli investitori dai *rating* e rafforzare gli obblighi di diligenza. Ad esempio, il regolamento CRA III prescrive che l'emittente, lo *sponsor* e l'*originator* del prodotto di finanza strutturata forniscano in maniera continuativa informazioni sul prodotto in questione attraverso un sito *web* gestito dall'AESFEM. Il che implica informazioni sulla qualità del credito e sulla *performance* dei sottostanti del prodotto di finanza strutturata, sulla struttura dell'operazione di *securitization*, il profitto previsto ed ogni altra informazione necessaria a compiere una valutazione del prodotto (cfr. art. 8-b, reg. CRA III). Spetta all'AESFEM *elaborare i parametri tecnico-regolativi* delle informazioni da fornire al pubblico attraverso l'apposito sito *web*.

Maggiore chiarezza per gli investitori, continua il Rapporto, è stata altresì richiesta da diverse banche centrali in merito alle modifiche apportate alle garanzie utilizzabili sul mercato finanziario. Del resto il ricorso delle banche centrali ai *rating* varia a seconda del tipo di attività. È particolarmente accentuato nella gestione delle riserve. Comunque, molte banche centrali hanno già cominciato questo procedimento di revisione del ricorso ai *rating*.

6.2. Ambiti nei quali è necessario accelerare il processo di revisione.

Il minore ricorso ai *rating* delle agenzie – rileva il Rapporto – può essere imputato ai cambiamenti intervenuti sul mercato per effetto della crisi, ma tale tendenza non è stata accompagnata da una parallela crescita nella capacità degli operatori di mercato a sviluppare *sistemi autonomi* di valutazione del rischio di credito. Il regolamento comunitario CRA III ha introdotto un generale obbligo per gli operatori di mercato di elaborare il proprio sistema di valutazione del rischio di credito. Tuttavia, si è constatato un ritardo degli Stati membri e delle nazionali autorità competenti nell'elaborazione del sistema di incentivi appropriato ad indurre gli operatori di mercato ad elaborare i propri sistemi di valutazione del rischio di credito alternativi ai *rating*, nonostante la *Capital Requirements Directive IV* si muova in questa direzione.

È stato riconosciuto che imporre obblighi di informazione sui meccanismi di valutazione delle imprese possa operare come incentivo alla elaborazione di processi interni di valutazione del rischio di credito.

Il profilo problematico è che il richiamo ai *rating* svolge un ruolo importante nell'applicazione dei criteri di adeguatezza del capitale delle banche. Un cruciale punto di svolta al riguardo è rappresentato dal documento, datato marzo 2013, nel quale la *Task Force on Standardised Approaches* del Comitato di Basilea ha stabilito che cercherà di rimuovere il richiamo ai *rating* esterni sviluppando criteri di classificazione del rischio alternativi nonché incentivando l'elaborazione di misure diverse di valutazione del rischio.

6.3. Condizioni aggiuntive per la piena applicazione dei principi.

Le risposte degli Stati membri del *Financial Stability Board* hanno evidenziato che i *Principi* sono stati applicati nelle loro conseguenze più immediate, cosicché si può affermare che l'applicazione dei *Principi* stessi sia giunta ad un punto di svolta. Ogni nuovo progresso sulla strada dell'applicazione dei *Principi* enunciati dipende tuttavia, sottolinea il Rapporto, dal soddisfacimento di una serie di condizioni aggiuntive.

In primo luogo, molti Stati membri e autorità di vigilanza hanno evidenziato che il richiamo ai *rating* è la conseguenza del recepimento nell'ordinamento *interno* di standard valutativi *internazionali*. Pertanto, prima dovrebbe operarsi un cambiamento al livello internazionale e poi domestico. Questo è il caso della disciplina dei requisiti di liquidità di Basilea III.

In secondo luogo, ulteriore sforzo è richiesto per identificare e sviluppare standard alternativi di valutazione dell'affidabilità creditizia: il che è riconosciuto come una pre-condizione per mettere da parte i *rating*. Si dubita, però, che questi criteri possano essere davvero alternativi ai *rating* per ogni ambito nel quale i medesimi sono attualmente impiegati. Ad esempio, essi svolgono un ruolo pubblico da non sottovalutare quando offrono a tutti i partecipanti al mercato un "linguaggio comune" per discutere e comparare i livelli di rischio.

Nell'elaborazione di criteri alternativi – evidenzia il Rapporto – deve essere chiaro che non va commesso lo stesso errore già fatto con i *rating* e, precisamente, che venga fatto automatico ricorso/applicazione di questi criteri. Infatti, al "cuore" dei *Principi* vi è l'esigenza di sopprimere ogni automatismo nell'applicazione dei criteri di valutazione e misurazione del rischio di credito. Siffatto atteggiamento – come è emerso durante la crisi – ha come conseguenza sia un effetto-slavina tra gli operatori di mercato sia un'improvvisa rivalutazione o svalutazione del titolo, con indubbie conseguenze sulla stabilità del mercato.

In terzo luogo, l'elaborazione di sistemi interni di valutazione del rischio di credito delle imprese è limitata dalle risorse necessarie così come dalla scarsità di competenze presenti. Questo problema è particolarmente sentito dagli intermediari finanziari di medie e piccole dimensioni.

Infine, nonostante il settore pubblico possa indirettamente influenzare i comportamenti di mercato delle istituzioni finanziarie, può fare ben poco per imprimere una precisa direzione ai *cambiamenti dei privati* rispetto all'uso dei *rating*. La debolezza è dovuta alla circostanza che il richiamo o l'applicazione dei *rating* avviene di regola nelle contrattazioni tra privati o nelle decisioni di investimento dei singoli.

Il rapporto dell'FSB evidenzia, quindi, che allo sforzo dei legislatori a porre nuove regole, nel senso descritto nel rapporto stesso, deve affiancarsi un complesso lavoro delle istituzioni il cui campo di intervento sono appunto i comportamenti di mercato delle istituzioni finanziarie. Le conclusioni del Rapporto appaiono molto significative, invece, riguardo ai comportamenti dei privati; sintomo evidente di una tendenza globale degli investitori individuali a continuare ad avere *fiducia* nel *rating*? O della difficoltà di abbandonare un sistema discusso?

Come ha rilevato Basso ¹⁰⁹, il dibattito sulle misure auspicate nei principali fori di cooperazione internazionale e realizzate dall'Unione Europea, volto a stabilire se si sia realizzato un cambiamento radicale di *policy paradigm* nei confronti del *rating* o sia realizzato soltanto un incremento di misure, coerenti con i paradigmi assunti a base dei precedenti Regolamenti, non è ancora pervenuto a conclusioni univoche. Grandi trasformazioni stanno avvenendo nella disciplina dei mercati finanziari, si pensi alla realizzazione in atto della Vigilanza unica europea, al ripensamento di modelli operativi nel settore bancario e finanziario, indotti dalla crisi finanziaria. Per ora la nuova disciplina del *rating* ne costituisce solo un tassello, ma il quadro generale è ancora da ricomporre.

¹⁰⁹ BASSO, *Odi et Amo*, cit., 12.