

Ambiente - Economia - Politica - Storia

FASCICOLO 1/2013

ISSN 2240-2918

Grafica della copertina: Sintesi

Copyright © by www.sintesionline.info, Salerno, Italy.

Fascicolo 1 Anno 2013

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sui diritti d'autore. Sono vietate e sanzionate la riproduzione e le fotocopie (queste ultime sono consentite solo se per uso esclusivamente personale di studio, senza limite),

I lettori che desiderano possono consultare il nostro sito Internet: www.sintesionline.info
e iscriversi nella home page per ricevere o inviare contributi

Consiglio Scientifico della Rivista:

Giuseppe Acocella, Professore di Etica Sociale -Università degli Studi di Napoli "Federico II"
Adalgiso Amendola, Professore di Economia politica -Università degli Studi di Salerno
Lucio Avagliano, Professore di Storia Economica -Università degli Studi di Salerno
Patrizio Bianchi, Professore di Economia applicata -Università di Ferrara
Augusto Cerri, Professore di Diritto Costituzionale -Università "La Sapienza" Roma
Salvatore Ciriaco, Professore di Storia Economica -Università di Padova
Giuseppe Di Genio, Professore di Diritto Costituzionale - Università degli Studi di Salerno
Giuseppe Di Taranto, Professore di Storia Economica - Università LUISS Guido Carli
Roberto Galisi, Assegnista di ricerca -Università degli Studi di Salerno
Adriano Giannola, Professore di Economia politica -Università di Napoli
Maria Vittoria Avagliano Lupò, Professore di Diritto -Università "La Sapienza" Roma
Gigliola Pagano, Professore di Storia Economica -Università della Calabria
Piero Pennetta, Professore di Diritto pubblico -Università degli Studi di Salerno
Pasquale Persico, Professore di Economia -Università degli Studi di Salerno
Rino Sica, Professore di Diritto -Università degli Studi di Salerno

Le Agenzie di Rating

EVA ROSA DANZINI*

Università degli Studi di Salerno

Sommario: 1.Introduzione. - 2. Profili storici. - 3. La struttura e le tipologie di rating. - 4. Il conflitto di interessi e il cd. issuers-pays. - 5. La normativa. - 5.1 La regolamentazione negli USA. - 5.2 La regolamentazione europea. - 5.2.1 La IOSCO e il codice di condotta delle agenzie di rating. - 5.2.2 Il Regolamento UE 1060/2009. - 5.2.3 Il Regolamento UE 513/2011. - 5.2.4 Accordo di Basilea. - 6. Conclusioni.

1. Introduzione¹

Il presente contributo ha lo scopo di introdurre una conoscenza più approfondita sul rating e sulle agenzie di rating, auspicando una maggiore riflessione in merito anche alla luce dell'attualità dell'argomento².

* Dottoranda di Ricerca presso l'Università degli Studi di Salerno

¹ *Ex multis* V. GASPARINI CASARI, *Le agenzie di rating*, in rivista Il diritto dell'economia, vol. 24, fasc. 3/4-2011, pp. 637-671; A. PERRONE, *Le società di rating* in Rivista delle società a cura di Guido Rossi "La società per azioni oggi". Atti del convegno internazionale di studi Venezia, 10/11 novembre 2006 Milano – Giuffrè 2007 p. 102; C. PINELLI, *L'incontrollato potere delle agenzie di rating* su www.costituzionalismo.it dell'1/06/2012 fasc. 2; A. BENEDETTI, *Le agenzie di rating tra crisi dei modelli di mercato e criticità dei processi di regolamentazione* su www.costituzionalismo.it del 30/10/2012; L. PIANESI, *Le agenzie di rating tra privatizzazione di funzioni pubbliche e opinioni private "geneticamente modificate"*, in Riv. Trim. dir. Pubbl., 2011, pp 175 e ss.

² Di recente è stata aperta un'inchiesta da parte della Procura di Trani per valutare l'affidabilità e l'oggettività delle valutazioni da parte delle agenzie di rating sotto l'ipotesi di reato di turbativa e manipolazione di mercato. In particolare tra le

Il lavoro si apre con una breve panoramica sulla storia del rating e delle maggiori agenzie, si sviluppa intorno a brevi considerazioni sul ruolo dei rating nel mercato dei capitali, sui meccanismi per ottenerli e sul cd. modello *issuers-pays*. Il potenziale conflitto di interesse lascia poi spazio all'aspetto normativo facendo in particolare riferimento alla regolamentazione internazionale ed europea. La trattazione chiude con una serie di riflessioni dalle quali trarre spunto al fine di recuperare la genuità e la trasparenza che questi meccanismi richiedono in modo da evitare che le agenzie di rating abbiano un impatto negativo sull'economia così come è ritenuto da molti in riferimento all'attuale crisi economica.

2. Profili storici³

La storia del rating ha origini lontane e si sviluppa agli albori del novecento in concomitanza con lo sviluppo del mercato finanziario e della diversificazione delle strategie di investimento. Pioniere sono le imprese ferroviarie che in considerazione della crescente domanda iniziano a raccogliere capitale di credito attraverso l'emissione di obbligazioni. Nasce di conseguenza l'esigenza, da parte degli investitori, di conoscere l'affidabilità degli emittenti e reperire informazioni il più possibile veritiere sulla bontà dei loro investimenti. In tale contesto, la Standard and Poor's, con il suo fondatore Henry V. Poor, propone un'analisi di affidabilità e qualità del credito dei progetti relativi proprio alla costruzione di canali e ferrovie⁴. I rating vengono pubblicati su manuali appositamente

conclusioni dell'inchiesta si contesta all'agenzia americana Standard & Poor's in merito al declassamento delle banche italiane, di aver posto in essere una serie di artifici idonei a provocare una destabilizzazione del prestigio e affidamento creditizio dell'Italia sui mercati finanziari a causa anche di analisti inesperti e incompetenti.

³ Per riferimenti sulle caratteristiche e finalità originarie delle agenzie di rating *cfr* M. BACCIARDI, *Lo strano caso delle agenzie di rating*, in www.brunoleoni.it 2009, p. 1.

⁴ Spopolava il manuale "*The History of Railroads and Canals of the United States*", scritto da Henry Poor nel 1868, che seppur lontanissimo dal concetto attuale di rating, forniva una valutazione sulle maggiori aziende statunitensi

redatti dalle agenzie, messi in vendita e acquistati tipicamente dalle banche e dalle biblioteche a beneficio dei potenziali investitori. A ben vedere, chi acquistava il manuale finanziava l'attività di agenzia che lo aveva curato: i ricavi delle agenzie di rating dipendevano in larga misura proprio dalla vendita di manuali che erano stampati una volta l'anno. Il modello descritto entrò, tuttavia, in crisi per molteplici fattori. In primo luogo, molti rating erano resi noti alla comunità finanziaria con pesante ritardo essendo inseriti nel manuale annuale e al momento dell'utilizzo rischiavano pertanto di non essere più appropriati ad orientare le decisioni di investimento. Tale limite strutturale veniva aggravato dalla diffusione delle fotocopiatrici che favorendo la divulgazione dei rating tra gli operatori, ledevano la capacità di reddito delle agenzie in quanto riducevano sensibilmente le vendite di manuali. Nel 1906 nacque lo *Standard Statistics Bureau* che continuando ad operare nel settore finanziario si fuse nel 1941 con la "Poor and Co." dando luogo all'attuale Standard and Poor's⁵. Se ad Henry Poor venne l'idea di valutare le performance e le prospettive di un'azienda, a John Moody⁶ dobbiamo quella di valutare le stesse tramite codici alfanumerici. Egli, infatti, dopo una prima pubblicazione contenente dati statistici di grandi aziende, cominciò a giudicare il merito di credito delle stesse tramite codici guadagnando presso gli investitori una solida reputazione. Anche Fitch Ratings ha una storia importante: fu, infatti, fondata nel 1913 da John Knowles Fitch, con lo scopo di pubblicare statistiche finanziarie, divenendo da subito uno dei principali attori presso il NYSE (New York Stock Exchange); a questa agenzia va imputata la paternità della familiare scala di rating da "AAA" a "D", usata già a partire dal 1924. Tuttavia, il primo vero intervento normativo risale al 1936, quando l'Office of the Controller of the Currency (OCC) intervenne statuendo che le banche non potessero investire in obbligazioni inferiori all'"*investment grade*", ossia al di sotto del

⁵ Che nel 1966 fu acquisita dalla McGraw-Hill

⁶ La fama dell'attendibilità delle informazioni di John Moody si concretizza in un servizio di pony express che monitorava lo svolgimento dei lavori delle grandi ferrovie che attraversavano il territorio americano e sul loro andamento. In tal modo era in grado di fornire le informazioni più attendibili per coloro che volevano investire sulle imprese coinvolte in queste opere. Solo nel 1909 nacque Moody's Investor Service che cominciò a valutare i titoli del governo federale

rating BBB (designato all'epoca, e tuttora, da S&P come la soglia limite dei titoli a carattere non speculativo). In questo modo sia le banche sia gli emittenti furono, quindi, indotti a tenere conto dei giudizi espressi dalle agenzie, che iniziarono così ad influire direttamente sulla capacità di uno strumento finanziario di essere venduto sul mercato. Nonostante la portata assolutamente innovativa della disposizione, nessun esplicito riferimento era fatto ai criteri in base ai quali selezionare le agenzie i cui rating dovessero essere presi in considerazione, ma venivano semplicemente richiamati i rating contenuti nei "recognized rating manuals", implicitamente indicando quindi, quelli redatti dalle maggiori agenzie allora esistenti: Standard & Poor's, Moody's e Fitch. Nasceva di fatto, l'oligopolio delle "Tre Sorelle"⁷.

3. La struttura e la tipologia di rating

Il rating, è un giudizio espresso da un soggetto esterno e indipendente - l'agenzia di rating - sulle capacità di un soggetto, ente, nazione o società di pagare o meno i propri debiti⁸. Si differenzia dagli *scoring*⁹ in quanto implica un giudizio dell'analista in cui è

⁷Una caratteristica del mercato del rating è senza dubbio l'oligopolio da parte delle due agenzie principali, Moody's e Standard & Poor's. Gli emittitori generalmente, infatti, richiedono due soli rating, relativi alle agenzie sopra citate appunto, basandosi sulla cosiddetta "regola dei due rating". Nonostante ciò, c'è ancora posto per la competizione: nei nuovi mercati, in cui la "regola dei due rating" non si è ancora imposta, Moody's e S&P concorrono l'una contro l'altra. Fitch invece attualmente compete cercando di specializzarsi nella nicchia della finanza strutturata, facendo concorrenza sul prezzo e sulle altre condizioni contrattuali.

⁸ Può essere emesso sul debito di una società e questo è solo un tipo specifico di rating. Vi sono, poi rating di credito internazionale che valutano i rischi, e quindi le spese di un investitore che voglia trasferire nella valuta della propria nazione i titoli espressi nella valuta di un altro Stato. Un altro tipo di rating è il cosiddetto "Country ceiling rating" che valuta i rischi di un investimento in uno Stato che possa attuare delle misure per bloccare eventuali uscite di capitale dai propri confini.

⁹ In tali sistemi il peso dell'analista valutatore è irrilevante così come è nullo il peso dei fattori qualitativi; per ottenere uno "score" è sufficiente introdurre i parametri richiesti in un foglio di calcolo adeguatamente impostato.

fondamentale una valutazione di tipo qualitativo¹⁰ e quantitativo. Il risultato della valutazione da parte di un'agenzia è un codice alfanumerico che colloca l'emittente o l'emissione ad un determinato livello nella scala di rating¹¹. Le opinioni delle agenzie di rating, espresse mediante indicatori alfa-numeric, sono chiamate *credit rating* ed indicano il rischio relativo di insolvenza. Tale giudizio costituisce una valutazione di affidabilità dei soggetti economici in termini relativi, ovvero in riferimento all'affidabilità degli altri soggetti presenti nel mercato. La scala di rating è tradizionalmente divisa in due sezioni, *investment grade* e *speculative grade*. Viene espresso attraverso un voto in lettere in base al quale il mercato stabilisce un premio per il rischio da richiedere all'azienda per accettare quel determinato investimento. La prima parte della scala indica un livello relativamente basso di rischio del credito, la seconda un rischio più alto o persino un *default* già in corso¹². Quando un'agenzia emette un rating, sta esprimendo l'opinione secondo cui quell'emissione o quell'emittente condivide alcune caratteristiche simili per rischiosità dell'investimento con altrettante emissioni aventi un medesimo punteggio¹³.

¹⁰ Gli analisti dell'agenzia di rating devono infatti confrontare i parametri della società sotto esame con quelli delle altre società del settore in cui essa opera e devono quindi analizzare anche le caratteristiche del settore stesso e l'andamento del mercato. Oltre ai fattori quantitativi gli analisti di una società di rating devono cercare di valutare fattori qualitativi come l'affidabilità e le capacità del management dell'azienda

¹¹ In molti casi è possibile che un ente o un'emissione siano valutati da più agenzie. Tale operazione è svolta tenendo presente che alcuni tipi di investitori, infatti, possono operare sotto linee guida o requisiti legali che proibiscono la detenzione di titoli con determinati requisiti minimi in termini di punteggio assegnato da una o più agenzie.

¹² Scendendo nel rating aumenta il premio per il rischio richiesto e quindi l'emittente deve pagare uno spread maggiore rispetto al tasso *risk-free*.

¹³ Di seguito si riportano alcune scale di rating .

Standard & Poor's

- **AAA** Elevata capacità di ripagare il debito
- **AA** Alta capacità di pagare il debito

Le agenzie rilasciano varie tipologie di giudizi, a seconda della natura dell'emittente o della tipologia delle passività. Si possono distinguere due macro gruppi di ratings: *credit ratings*, relativi alla valutazione del merito di credito e *non credit ratings*, relativi alla valutazione di altre componenti di rischio. I primi si articolano, a loro volta, in varie categorie a seconda dell'oggetto del rating (emittente o singola esposizione), dell'orizzonte temporale (lungo o breve termine), della valuta di riferimento (domestica o estera). Alcune agenzie rilasciano giudizi sia sulla solvibilità di una società (issuer credit ratings), sia sulla solvibilità relativa a una specifica emissione (issue-specific credit ratings). L'*issuer rating* può riguardare sia il lungo che il breve periodo (rispettivamente *long-term e short-term issuer rating*) e può essere rilasciato anche con riferimento alla valuta di denominazione del prestito (local currency e foreign currency risk). In tal modo, è possibile valutare se determinati titoli siano investimenti adatti per alcune classi di investitori ovvero se un determinato titolo sia in linea con un preciso profilo di rischio oppure se il prezzo del titolo sia appropriato con il rischio di credito¹⁴.

-
- **A** Solida capacità di ripagare il debito, che potrebbe essere influenzata da circostanze avverse
 - **BBB** Adeguata capacità di rimborso, che però potrebbe peggiorare
 - **BB, B** Debito prevalentemente speculativo
 - **CCC, CC** Debito altamente speculativo
 - **D** Società insolvente

Moody's

- **Aaa** Livello minimo di rischio
- **Aa** Debito di alta qualità
- **A** Debito di buona qualità ma soggetto a rischio futuro
- **Baa** Grado di protezione medio
- **Ba** Debito con un certo rischio speculativo
- **B** Debito con bassa probabilità di ripagamento
- **Caa, Ca**, Investimento ad alto rischio
- **C**, Realistico pericolo di insolvenza

¹⁴ Va sottolineato che non tutti i prodotti strutturati sono valutati da agenzie di rating. Infatti, per strumenti particolarmente complessi, i rating non sono molto usati; inoltre, alcuni emittenti creano prodotti per determinate classi di investitori,

4. Il conflitto di interessi e il cd. modello issuers-pays

Da tempo gli studiosi e gli operatori del mercato si interrogano sui rischi di conflitto di interesse che possono caratterizzare l'operato delle agenzie di rating e sulla necessità di migliorare la governance delle agenzie ed i processi di assegnazione dei rating. Ai fini di una obiettiva riflessione occorre far luce sul *modus operandi* delle agenzie di rating e sui modelli che adottano per emettere rating. A riguardo, si individuano differenti modelli di business. Nel primo modello c.d. *issuer-pays model*, l'emittente (*issuer*) si rivolge ad una o più agenzie di rating per ottenere la valutazione della propria affidabilità complessiva come prenditore di fondi (rating dell'emittente) o della rischiosità di uno specifico strumento finanziario che ha collocato o che intende collocare sul mercato (rating dello strumento finanziario). A fronte del servizio di valutazione e indipendentemente dal suo risultato, l'emittente paga un compenso all'agenzia: in questo caso, i ricavi dell'agenzia sono originati dalla cessione dei rating ai soggetti valutati. Tale modello, implica una stretta collaborazione tra l'emittente e l'agenzia in termini di circolazione delle informazioni rilevanti per la valutazione e ciò - se venisse applicato secondo correttezza e responsabilità - potrebbe costituire proprio il punto di forza. L'applicazione virtuosa del modello *issuer-pays* prevede che l'agenzia di rating possa beneficiare, nel corso delle analisi, di un accesso privilegiato alle informazioni economico-finanziarie sull'emittente in quanto l'impresa che ha richiesto la valutazione dovrebbe operare con la massima trasparenza e fornire tutti gli elementi che consentano all'agenzia di rating di pervenire ad un giudizio soddisfacente e realistico. Tuttavia, tale modello potrebbe indurre a pratiche collusive per effetto delle quali l'agenzia di rating sia indotta a diffondere pareri eccessivamente positivi sul soggetto valutato, a fronte di compensi diretti o indiretti pagati da quest'ultimo. Peraltro,

che non necessitano di valutazioni di rating poiché dotati di autonomi strumenti di valutazione. Al contrario, come nel caso di titoli *corporate*, molti investitori hanno bisogno di una valutazione di rating, affinché il titolo venga acquistato

non si può trascurare la possibilità che l'agenzia di rating sia troppo accondiscendente nei confronti dell'emittente che paga la valutazione o che addirittura risulti essere uno dei maggiori azionisti della società stessa¹⁵.

In loro difesa, tuttavia, le agenzie di rating insistono sui vantaggi che derivano dall' "issuer pays model" in quanto solo grazie all'attuale modello di business chiunque degli attori interessati del mercato può accedere alle stesse informazioni, con le stesse modalità e nello stesso tempo, realizzando, pertanto, un omogeneo campo di azione e una base comune per analizzare il rischio. A supporto della loro tesi, le agenzie di rating adducono anche una più alta qualità dei rating, realizzata attraverso un monitoraggio costante da parte del mercato è realizzabile solo con tale modello. Inoltre, i costi ingenti necessari per sviluppare e mantenere alti standard ed assumere personale con elevata esperienza e professionalità non potrebbero essere coperti con le tariffe da sottoscrizione. Un modello basato su sottoscrizioni, pertanto, limiterebbe seriamente la trasparenza e il largo uso dei rating, poiché l'accesso sarebbe necessariamente costoso e riservato ai soli sottoscrittori. Questo modello non solo si tradurrebbe in minori – e non maggiori – informazioni per il mercato, ma provocherebbe anche la rimozione di un importante controllo sulla verosimiglianza del rating, effettuato dallo stesso mercato. Per di più, poiché le tariffe di sottoscrizione sarebbero notevoli, molti investitori, tra cui soprattutto investitori individuali, non sarebbero in grado di permettersi l'accesso alle informazioni di rating. Il risultato probabile sarebbe doppiamente dannoso: o questi investitori non avrebbero accesso ai rating, o si svilupperebbe un mercato nero dei rating con un conseguente abuso o con lo sviluppo di pratiche perverse su quella che è la proprietà intellettuale di un'agenzia di rating.

Al modello descritto, si contrappone il modello *investor-pays* o *subscriber-pays*, in cui è l'investitore (una banca, un'impresa di assicurazione, un investitore istituzionale o talvolta individuale) a richiedere e pagare il rating per potersi avvalere, nelle proprie scelte

¹⁵ Capital World Investment è infatti contemporaneamente il primo azionista di Standard & Poor's (detiene il 10,26% della casa madre McGraw Hill) e il secondo maggiore socio di Moody's (con il 12,60%) .

di investimento, di giudizi professionali e obiettivi sul rischio di insolvenza dell'emittente. In particolare, l'investitore ricerca elementi che gli consentano di stabilire a priori se l'operazione finanziaria sia coerente o meno con la propria propensione al rischio. Per effettuare una valutazione con il modello *investor – pays*, l'agenzia di rating impiega tutte le informazioni disponibili alla comunità finanziaria e rilascia un parere che l'investitore avrebbe difficoltà a formulare in autonomia. A differenza dei rating *issuer-pay* che sono pubblicati apertamente, i rating *investor-pays* hanno carattere riservato, essendo comunicati soltanto al soggetto che ne ha fatto domanda e che ha diritto alla tutela del servizio per il quale ha pagato. Un modello, a ben vedere che potrebbe scongiurare il rischio di conflitto di interessi e restituire maggiore serenità e trasparenza al mercato finanziario ma che stenta a decollare per gli ingenti costi che gli investitori dovrebbero affrontare.

Peraltro, le agenzie di rating possono attivare processi di valutazione anche in autonomia, determinando e comunicando agli operatori finanziari i cosiddetti *unsolicited ratings*, ovvero giudizi non sollecitati¹⁶. Tali rating sono promossi soprattutto dalle agenzie di minori dimensioni mosse da finalità competitive, intenzionate cioè ad espandere la propria quota di mercato assumendo l'iniziativa nel processo di rating. Per esprimere rating non sollecitati, le agenzie utilizzano esclusivamente le informazioni diffuse al mercato, senza la possibilità di acquisirne ulteriori mediante un rapporto diretto con gli emittenti. I rating non sollecitati, pertanto, rischiano di essere meno affidabili rispetto a quelli originati dal modello *issuer-pay*, seppure svolgano una importante funzione di valutazione che risulta utile per gli investitori soprattutto in presenza di emittenti che ritardano o evitano la richiesta di pareri sulla propria meritevolezza creditizia, o che viceversa ricorrono ampiamente al fenomeno del “rating

¹⁶ Le agenzie di rating, sono abituate a dare *rating* non sollecitato a compagnie o istituzioni; questo comportamento rivelerebbe, secondo alcuni, un modo strategico di conquistare nuovi mercati con la minaccia implicita di dare un rating più basso se l'emittente valutato non garantisce un pagamento. Ma il problema che maggiormente influisce sul conflitto d'interessi è quello della consulenza ancillare: in cambio di una tariffa addizionale le agenzie di rating sono disposte a classificare il possibile effetto di futuri scenari come acquisizioni, vendita di azioni.

shopping”¹⁷. Tuttavia, l’intervento di altre agenzie che in assenza di un pagamento specifico e dunque di potenziali conflitti di interesse rilasciano autonomamente il rating sul medesimo emittente o strumento finanziario, costituisce una forma di protezione per gli investitori che beneficiano di rilevanti elementi di comparazione. I rating non sollecitati pertanto operano come un meccanismo di difesa del mercato contro il *rating shopping*¹⁸.

Secondo il modello BOCRA (*Buyer Owned and Controlled Rating Agencies*) infine, la proprietà di un certo numero di agenzie di rating dovrebbe essere detenuta da un gruppo di grandi investitori operanti nel mercato finanziario. Il modello, elaborato da due economisti Grundfest e Petrova¹⁹, esclude il sistema di tipo *buyer-pays*. L’elemento di originalità della proposta in oggetto consiste nella previsione in base alla quale l’attività delle BOCRA dovrebbe essere trainata dalle agenzie i cui rating sono pagati dagli emittenti; per ogni rating emesso su richiesta di un emittente e quindi pagato da quest’ultimo presso una qualsiasi agenzia, dovrebbe essere pubblicato un rating anche da parte di una BOCRA a spese dello stesso emittente. In questo modo, il mercato disporrebbe di due pareri che, seppur pagati entrambi dall’emittente rifletterebero la differente posizione ricoperta dalle agenzie intervenute nel processo: le BOCRA potrebbero così allertare il mercato in relazione a rating eccessivamente premianti per l’emittente e, allo stesso tempo, stimolerebbero maggiore obiettività anche da parte delle agenzie operanti secondo il modello *issuer-pays*²⁰

¹⁷ Tale espressione si riferisce al caso in cui l’emittente si rivolge all’agenzia di rating più compiacente, ovvero quella che sembra orientata a formulare i giudizi più congeniali alle attese dell’emittente per effetto dei criteri e dei metodi di valutazione da essa applicati.

¹⁸ Per un’analisi del fenomeno del rating shopping si rinvia a V. SKRETA e L. VEDLDKAMP, *Ratings shopping and asset complexity: A theory of ratings inflation*, Journal of Monetary Economics, Elsevier, vol. 56(5), 2009, pp 678-695,

¹⁹ Cfr J. A. GRUNDFEST, E. PETROVA, *Buyer owned and controlled rating agencies: A summary introduction*. Securities and Exchange Commission, come alternativa ai modelli già utilizzati <http://www.sec.gov/comments/4-579/4579-10.pdf>. 2009.

²⁰ . “I conflitti di interesse si riscontrano soprattutto su due fronti, come risulta anche da un rapporto della statunitense SEC dello scorso settembre: anzitutto, quello dei rapporti con i committenti che sempre più spesso si identificano con gli

5. La normativa

Le crisi che si sono susseguite nei mercati finanziari di tutto il mondo dall'inizio di questo secolo, hanno reso più impellente l'esigenza di una riforma sostanziale nel settore del rating, comportando l'apertura di un confronto tra istituzioni nazionali e sovranazionali investite di funzioni di vigilanza, di regolamentazione e consultive nell'ambito dei mercati dei capitali. Di seguito, si intende portare l'attenzione sui maggiori interventi normativi americani ed europei.

5.1 La regolamentazione negli USA

La sempre crescente importanza delle agenzie di rating nei mercati finanziari ha comportato la necessità di sviluppare normative necessarie a regolamentare questo settore. Il giudizio di un'agenzia non solo era tenuto in fortissima considerazione dagli investitori sin quasi dalle origini, ma a partire dal 1975, assunse un peso crescente nei provvedimenti adottati negli Stati Uniti in materia finanziaria allorchè la SEC (*Securities and Exchange Commission*) iniziò a fare riferimenti espliciti ai rating nelle sue regole, utilizzando i giudizi delle agenzie per distinguere differenti gradi di merito di credito. Per indicare le agenzie cui faceva riferimento, la Commissione utilizzò

stessi soggetti che emettono i titoli su cui, a loro volta, le agenzie emettono i loro *rating*; in secondo luogo, quello della struttura societaria, dato che soci di rilievo di queste agenzie (talvolta, non di una sola, come nel caso di Capital World Investment, primo azionista di Standard & Poor's e secondo maggiore azionista di Moody's) sono spesso fondi di investimento e società finanziarie, al contempo comproprietari delle agenzie e utilizzatori dei loro servizi. Questo aspetto è stato ben presente alla Commissione nella elaborazione della sua proposta, come risulta dalla relativa relazione." così V. GASPARINI CASARI, *op.cit.* pag. 655 (in nota)

l'espressione "NRSRO"²¹ (Nationally Recognized Statistical Rating Organization) identificandone alcune che soddisfacevano i requisiti richiesti, anche se, sostanzialmente, lo status di "NRSRO" era concesso a discrezione della SEC sulla base di valutazioni non scritte. Se, dunque, le agenzie erano state ufficialmente riconosciute, nessun provvedimento era ancora stato emesso allo scopo di regolamentare la loro attività in maniera certa ed oggettiva. La situazione restò tale fino al 2006 quando fu emanato il *Credit Rating Agency Reform Act* integrato ed implementato da diverse *rules* (17g-1, 17g-2, 17g-3, 17g-4, 17g-5, 17g-6) emanate l'anno successivo dalla *Securities Exchange Commission* in sua esecuzione, volti a disciplinare in modo esaustivo la materia²².

Il *Credit Rating Agency Reform Act* del 2006 sostituisce il processo basato su regole non scritte con un programma di supervisione da parte della SEC sulle agenzie di rating che intendono registrarsi come NRSRO. Successivamente a questo provvedimento, infatti, un'agenzia che voglia registrarsi come NRSRO deve procedere facendo domanda alla Commissione, rendere pubbliche determinate informazioni per aiutare i soggetti che valutano la sua credibilità e implementare procedure per gestire la manipolazione di materiale non pubblico al fine di evitare pratiche sleali, coercitive o abusive, tra cui la modifica o la minaccia di modifica di un rating²³.

²¹ Con tale definizione si vuole individuare l'agenzia candidata come futura agenzia regolarizzata all'interno della SEC

²² Rules 17g-5 e 17g-6 della *Securities and Exchange Commission*: Tali regolamenti costituiscono le normative che regolano, rispettivamente, i conflitti d'interesse delle agenzie e le condotte che alle medesime è vietato porre in essere. Tra i conflitti vietati dalla *Rule 17g-5* spicca l'attribuzione di un *rating* ad uno strumento finanziario alla cui progettazione l'agenzia abbia partecipato tramite la propria attività di consulenza. Tra le condotte vietate dalla *Rule 17g-6* merita di essere evidenziato l'uso improprio dei *rating* non commissionati (*unsolicited ratings*), tramite i quali l'agenzia, minacciando un giudizio molto basso o promettendone uno molto alto, può indurre l'emittente ad acquistare un giudizio a pagamento o i servizi accessori da essa offerti.

²³ In particolare, tali informazioni concernevano: le *performances* dei propri *rating* nel breve, nel medio e nel lungo periodo; le procedure e metodologie adottate per l'emissione del *rating*; le misure adottate per prevenire l'abuso di informazioni riservate; l'eventuale adozione di un codice etico; i conflitti d'interesse derivanti dalle modalità di svolgimento dell'attività. Queste informazioni erano destinate alla pubblicità, mentre, a fini di vigilanza, alla SEC dovevano essere altresì fornite una

Peraltro, il *Rating Agency Act* impone ad una NRSRO di render noti eventuali conflitti di interesse e di stabilire, preservare e implementare l'uso di procedure. Esso, inoltre, affida alla SEC l'autorità di proibire o richiedere la gestione e la rivelazione di conflitti d'interesse relativi all'emissione di rating da parte di una NRSRO. Coerentemente a questo compito, la SEC ha adottato regole che vietano ad una NRSRO di avere determinati tipi di conflitti se non conformi ai requisiti del *Rating Agency Act*²⁴. Quest'ultima linea di intervento è stata in seguito fatta propria dal Congresso statunitense con l'approvazione del *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, la legge di riforma della finanza americana approvata il 21 luglio 2010²⁵, il cui Subtitle C del Title IX

lista dei venti maggiori clienti, una lista degli emittenti rated ed altre informazioni finanziarie e sui proventi percepiti. Si stabiliva che la registrazione potesse essere negata solamente per mancanza di conformità con i requisiti stabiliti dalla legge ovvero qualora la SEC reputasse l'agenzia richiedente deficitaria di risorse finanziarie e manageriali in grado di garantire l'integrità dell'emissione del rating ed il rispetto delle procedure e metodologie dichiarate nella domanda. Le informazioni dovevano essere oggetto di aggiornamento a fronte di cambiamenti rilevanti e, comunque, su base annua. Con la registrazione l'agenzia veniva sottoposta alla vigilanza della SEC nei cui confronti era chiamata ad ottemperare ad ulteriori obblighi di informazione periodica.

²⁴ In aggiunta ai precedenti requisiti di trasparenza, il *Rating Agency Act* obbliga una NRSRO a produrre e conservare determinati libri e registri, incluse le documentazioni sulle procedure stabilite e sulle metodologie usate dalla NRSRO per determinare il rating. Queste regole di archiviazione permettono agli esaminatori della SEC di controllare se l'agenzia stia seguendo le procedure e metodologie dichiarate e, quindi, soddisfare i requisiti minimi legali. Le agenzie, inoltre, devono conservare le comunicazioni interne ed esterne, sia in entrata che in uscita, ed effettuate dall'agenzia o da suoi dipendenti che operano nelle varie fasi di emissione del rating. Il *Rating Agency Act* e le regole della SEC impongono la consegna, su base confidenziale di *financial report* su base annuale.

²⁵ Il *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* (noto, più brevemente, come *Dodd-Frank Act*, in www.sec.gov), è volto "to promote the financial stability of the United States by improving accountability and transparency in the financial system, to end "too big to fail", to protect the American taxpayer by ending bailouts, to protect consumers from abusive financial services practices, and for other purposes". Questa ampia riforma, prevede in particolare nuove regole di trasparenza e di responsabilità per le agenzie di rating del credito oltre ad una forte deregolamentazione del ricorso ai rating, al fine di ridurre l'eccessivo affidamento ad essi, secondo un orientamento poi recepito in gran parte nella proposta di regolamento elaborata dalla Commissione europea.

(Improvements to the Regulations of Credit Rating Agencies) detta una copiosa serie di nuove regole in materia di rating. Un primo obiettivo perseguito dalla nuova legge è quello di rafforzare la vigilanza sulle agenzie. A tal uopo, viene disposta la costituzione, in seno alla SEC, di un nuovo ufficio, *l'Office of Credit Ratings*, cui è demandato il precipuo compito di controllare il rispetto della regolamentazione SEC da parte delle NRSRO ed, in particolare di svolgere una verifica annuale su ogni singola agenzia registrata.

5.2. La regolamentazione europea

5.2.1 La IOSCO e il codice di condotta delle agenzie di rating²⁶

Se nell'ambito del mercato statunitense le agenzie di rating sono state regolamentate tramite il *Credit Rating Agency Reform Act*, a livello internazionale è stata la IOSCO (*International Organization of Securities Commissions*) ad emettere un codice di condotta universale per le agenzie di rating che, pur non essendo vincolante per le agenzie, riguarda aspetti salienti della condotta di un'agenzia.

La IOSCO, nata nel 1983, è riconosciuta come il principale forum di politica internazionale per le autorità di regolamentazione dei mercati finanziari. Essa controlla, tramite i suoi membri affiliati, circa il 90% dei mercati di titoli e rappresenta il più importante comitato di cooperazione tra le agenzie di regolamentazione dei mercati. I membri IOSCO rappresentano più di cento giurisdizioni e il loro numero è tuttora in crescita²⁷. Attraverso le sue strutture, la IOSCO mira a cooperare insieme per promuovere alti standard di regolamentazione allo scopo di mantenere i mercati sani ed efficienti;

²⁶ Cfr G. FERRI, P. LACITIGNOLA, *Le agenzie di rating. Tra crisi e rilancio della finanza globale*, Mulino Bologna 2009 pp. 176 e ss.

²⁷ Il comitato tecnico, un gruppo specializzato creato dal comitato esecutivo dello IOSCO, si compone di quindici rappresentanti di agenzie che regolano i mercati maggiori, più sviluppati e più internazionali. Il suo scopo è riesaminare questioni di regolamentazione relativamente a transazioni su titoli e coordinare le risposte a queste problematiche.

scambiare informazioni sulle rispettive esperienze; unire gli sforzi per stabilire determinati standard ed un'efficace sorveglianza sugli scambi di titoli; fornire una mutua assistenza per promuovere l'integrità dei mercati attraverso una rigorosa applicazione degli standard e un efficace controllo contro i reati. Tutti questi principi rappresentano la chiave di lettura già di un primo lavoro²⁸ sfociato successivamente nel “Code of Conduct-Fundamentals for Credit Rating Agencies”; tale codice contiene le linee-guida dei codici delle agenzie di rating, impone i principi che un'agenzia di rating deve seguire e dirime eventuali conflitti. In particolare, il nuovo codice mira ad una maggiore credibilità delle informazioni usate nel processo di rating; auspica un processo di revisione attuato con prudenza e professionalità, sollecita metodologie chiare e trasparenti²⁹.

Nella sezione “Integrità del processo di rating”³⁰ è affermato che “un'agenzia dovrebbe vietare ai suoi analisti di fare proposte o raccomandazioni riguardanti il progetto di prodotti di finanza strutturata che l'agenzia valuta” così come nella sezione “Indipendenza e conflitti d'interesse”, le nuove direttive impongono una dichiarazione da parte dell'agenzia qualora riceva una quota superiore al 10% dei ricavi annui da un singolo emittente o cliente. Il

²⁸ Si tratta dello “IOSCO Statement of Principles Regarding the Activities of Credit Rating Agencies”, pubblicato nel settembre 2003. Esso riconosceva l'importanza delle agenzie e conteneva dei primi principi, ma fu visto da tutti come poco utile e non poche agenzie di rating fecero pressione affinché la IOSCO elaborasse un codice più dettagliato.

²⁹ Il codice è così ripartito come segue: 1. Qualità e integrità del procedimento di rating: Qualità del processo di rating; Monitoraggio e aggiornamento dei rating; Integrità del processo di rating; 2. Indipendenza delle agenzie di rating e capacità di evitare i conflitti d'interesse: Principi generali; Procedure e politiche; Indipendenza di analisti e impiegati. 3. Responsabilità verso investitori ed emittenti: Trasparenza e tempestività della divulgazione dei rating; Trattamento di informazioni riservate.

³⁰ Il CESR (*Committee of European Security Regulators*) evidenziò in un *report* il fatto che le agenzie non agissero, in alcune aree, conformemente al codice di condotta, o che, perlomeno, agissero in maniera discutibile rispetto alla loro natura professionale. Sebbene, infatti, molte azioni fossero state prese conformemente al codice relativamente alla sezione “qualità e integrità del processo di rating”, le modalità con cui queste azioni erano intraprese non soddisfacevano gli standard dell'etica giornalistiche

codice raccomanda, infine che “le agenzie dovrebbero adottare, implementare e applicare procedure scritte che assicurino che le opinioni che divulgano sono basate su una profonda indagine inerente tutte le informazioni a disposizione dell’agenzia che siano rilevanti per la sua analisi, secondo le metodologie di rating pubblicate dall’agenzia”³¹.

5.2.2 Il Regolamento UE 1060/2009³²

Questo regolamento costituisce la fonte primaria della normativa sul rating in Europa e disciplina il procedimento di riconoscimento per le agenzie che intendano operare nel territorio degli stati membri. Lo scopo principale è quello di tutelare la stabilità dei mercati finanziari e gli investitori all'interno dell'Unione Europea fissando le condizioni di emissione dei rating nonché le norme relative alla registrazione e alla vigilanza delle agenzie medesime³³. Il regolamento ha ad oggetto i rating emessi dagli Stati membri che

³¹ Tra le varie dichiarazioni Fitch ammise che “non ha l’obbligo di verificare o controllare le informazioni fornite dalle diverse fonti, di condurre investigazioni o revisioni, o di intraprendere qualsiasi azione per ottenere altre informazioni che l’emittente non ha altrimenti fornito a Fitch”. A tal riguardo, Moody’s ha assunto un atteggiamento non dissimile e, apparentemente, al di sotto degli standard giornalistici.

³² Attualmente, i sistemi di regole prodotti al di qua ed al di là dell’Atlantico in tema di rating appaiono (in larga parte) sostanzialmente conformi tra essi, sia perché nella proposta della Commissione Europea poi sfociata nell’adozione del Reg. n. 1060/2009 era espressamente dichiarata la volontà di creare un quadro di regolamentazione comparabile a quello statunitense e basato sugli stessi principi (che, in quel momento, erano quelli del CRARA del 2006 e delle SEC rules di attuazione di quella legge), sia perché le ulteriori regole introdotte dal *Dodd-Frank Act* del luglio 2010, a loro volta, paiono ispirarsi alle previsioni contenute nel regolamento europeo in relazione ad alcuni aspetti (ad es., corporate governance) che la legislazione americana precedente non considerava.

³³ La Commissione Europea ha sentito l’esigenza di emanare precise disposizioni innovando la disciplina in materia di agenzia di rating e di struttura di corporate governance degli istituti finanziari. Le direttive che sono alla base del lavoro della Comunità Europea sono fondamentalmente tre: trasparenza dei mercati, responsabilità degli emittenti per proteggere gli investitori e prevenzione e gestione delle crisi.

possono essere utilizzati dagli investitori, dai mutuatari, dagli emittenti e dai governi³⁴ come riferimento per il calcolo dei requisiti patrimoniali a fini di solvibilità o per il calcolo dei rischi nella loro attività di investimento. Tuttavia, il maggiore merito, è l'introduzione dell'obbligo di registrazione da parte delle agenzie di rating che operano all'interno della Comunità³⁵.

³⁴ Pertanto, il Regolamento limita il suo ambito di applicazione ai rating emessi dalle agenzie registrate nella Comunità e che sono comunicati al pubblico o distribuiti previo abbonamento, restandone invece esclusi i rating privati prodotti a seguito di un singolo ordine e forniti esclusivamente alla persona che li ha commissionati, sempre che non siano comunque destinati alla divulgazione o alla distribuzione previo abbonamento.

³⁵ La procedura di registrazione è la seguente. La domanda deve essere presentata al CESR, il quale deve trasmetterla all'autorità competente dello Stato in cui l'agenzia richiedente ha la propria sede legale ed inoltrarne copia alle autorità competenti di ciascuno stato membro. Essa tra le altre cose, oltre a specificare la classe o le classi di ratings per cui l'agenzia chiede di essere registrata, occorre che questa renda noto il suo assetto proprietario; la sua struttura organizzativa ed il governo societario; le risorse finanziarie destinate all'attività di rating; la dotazione di personale e le relative competenze; la descrizione delle procedure e metodologie utilizzate; le politiche e procedure adottate per identificare, gestire e rendere pubblici eventuali conflitti d'interesse; un programma delle operazioni che intende intraprendere.

Dopodiché deve procedersi all'istituzione di un collegio composto dall'autorità competente dello Stato membro d'origine e dalle autorità competenti di tutti gli altri Stati membri. Queste ultime autorità hanno diritto di prender parte al collegio qualora una filiale dell'agenzia richiedente sia soggetta alla loro giurisdizione oppure se l'utilizzo a fini regolamentari del rating emesso dalla richiedente sia alquanto di uso o abbia o possa presumibilmente avere un'incidenza significativa entro la sua giurisdizione. I membri del collegio debbono nominare un facilitatore, il cui compito principale è quello di presiedere il collegio, coordinarne l'azione e garantire lo scambio di informazioni tra i suoi membri. Innanzitutto, il collegio deve verificare la completezza della domanda. Ove la domanda sia reputata incompleta, l'autorità competente dello Stato membro d'origine deve assegnare un termine per la sua integrazione. Il Regolamento stabilisce che, una volta accertata la completezza della domanda, i membri del collegio procedano ad esaminarla, dovendo fare quanto ragionevolmente in loro potere per raggiungere un accordo sulla concessione o sul rifiuto della registrazione, senza tuttavia stabilire alcuna procedura formale (ad. es., di voto) ai fini del raggiungimento di detto accordo, che, proprio perché definito tale, pare comunque richiedere l'unanimità dei consensi in seno al collegio. Ove l'accordo sia raggiunto, l'autorità competente dello Stato membro d'origine prepara una bozza di decisione pienamente motivata. In mancanza d'accordo, invece, l'autorità competente dello Stato membro d'origine

Invero, il regolamento prevede espressamente che banche, imprese di investimento, imprese di assicurazione, enti pensionistici aziendali o professionali possano utilizzare solamente ratings emessi da agenzie stabilite nella Comunità e registrate ai sensi del regolamento stesso. Tale vincolo, tuttavia, non esclude l'utilizzabilità di ratings emessi in Paesi Terzi. Il legislatore comunitario, infatti, non ha inteso chiudere il mercato europeo del rating alle agenzie stabilite al di fuori dell'Unione, bensì assicurarsi che siano comunque rispettati requisiti altrettanto rigorosi quanto quelli stabiliti dal Regolamento. La disciplina prevede due diversi meccanismi al riguardo. In primo luogo, si introduce un sistema di avallo che consente alle agenzie stabilite e registrate nella Comunità di avallare ratings emessi in paesi Terzi. In tal caso, l'agenzia avallante deve aver verificato e deve essere in grado di dimostrare, su base continuativa, che lo svolgimento dell'attività di rating da parte dell'agenzia avallata stabilita nel Paese Terzo soddisfa i requisiti non meno rigorosi di quelli prescritti dal regolamento. L'agenzia avallante assume la piena responsabilità per il rating avallato. In secondo luogo, al fine di tener conto delle agenzie di rating di minori dimensioni che non sono presenti nella Comunità è contemplato un sistema di certificazione basato su una decisione con cui la Commissione deve valutare l'equivalenza del quadro giuridico e di vigilanza del paese di cui trattasi con quello delineato dal Regolamento; solo in caso di esito positivo i ratings prodotti da

deve preparare una bozza di decisione di rifiuto motivata sulla base dei pareri scritti forniti dai membri del collegio che si oppongono alla registrazione. La bozza di decisione deve essere inoltrata al CESR, che ha il compito di fornire un parere in merito all'osservanza, da parte dell'agenzia richiedente, dei requisiti previsti per la registrazione.

Ricevuto tale parere dal CESR, i membri del collegio riesaminano la bozza di decisione. A questo punto, è l'autorità competente dello Stato membro di origine ad adottare una decisione finale di concessione o rifiuto della registrazione pienamente motivata, in cui deve altresì spiegare l'eventuale discostamento dal parere del CESR. Tuttavia, in caso di costante disaccordo tra i membri del collegio, l'autorità competente dello Stato membro d'origine non ha altra possibilità se non quella di adottare una decisione di rifiuto, in cui debbono essere identificati i membri del collegio dissenzienti ed illustrate le loro opinioni.

un'agenzia certificata potranno essere utilizzati nella Comunità senza bisogno di essere avallati³⁶.

Degne di nota sono anche le regole di condotta che le agenzie debbono osservare al fine di garantire trasparenza ed accuratezza nel loro operato ed un'adeguata gestione dei conflitti d'interesse³⁷. A tal uopo, le agenzie sono tenute a comunicare al pubblico le metodologie, i modelli e le ipotesi principali utilizzate nell'attività di rating nonché le modifiche sostanziali che dovessero essere eventualmente apportate. Peraltro, il Regolamento, al pari di quanto oggi dispone anche il *Dodd-Frank Act* statunitense, indica le informazioni che debbono accompagnare la pubblicazione di ogni rating, così come occorre specificare gli eventuali limiti della valutazione incorporata nel rating, con particolare riguardo alla qualità ed alla quantità delle informazioni disponibili sull'entità valutata ed alla misura in cui tali informazioni sono state rese oggetto di verifiche fattuali. I rating emessi devono essere controllati e rivisti, unitamente alle metodologie utilizzate, costantemente ed almeno a cadenza annuale; infine, deve essere data pubblicità ai conflitti d'interesse cui l'agenzia si trova o potrebbe trovarsi esposta nell'esercizio della sua attività³⁸.

Il regolamento citato è stato poi recepito in materia di agenzie di rating con D. Lgs n. 176 del 5 ottobre 2010: l'importanza di tale

³⁶ L'attribuzione alle agenzie di *rating* registrate di una sorta di licenza regolamentare, ha modificato la natura originaria dei *rating* rilasciati da queste agenzie, assegnando ad essi "una rilevanza che trascende il livello della mera espressione di un'opinione, per giungere ad un rilievo di tipo pubblicistico" e, appunto per questo, assoggettata ad una penetrante disciplina pubblicistica: così L. PIANESI, *op.cit.*, p. 200 e ss.

³⁷ Si tratta di regole in gran parte analoghe a quelle introdotte negli USA con la legislazione degli anni 2006-2010.

³⁸ In particolare, le agenzie debbono fornire informazioni sulle *performances* storiche dei propri ratings, tra cui i dati di frequenza delle loro transizioni e quelli sui tassi storici di inadempimento. Tali informazioni debbono essere messe a disposizione di un registro centrale creato dal CESR, il quale, a sua volta, è chiamato a renderle pubbliche ed a pubblicare informazioni sintetiche sui principali sviluppi osservati su base annuale. Su base annuale, le agenzie devono altresì fornire alla autorità competente del proprio Stato membro d'origine ed al CESR un elenco dei loro 20 principali clienti in termini di fatturato ed altri dati relativi alla evoluzione del contributo apportato dai diversi clienti nella generazione del loro fatturato.

decreto risiede nel fatto di attribuire alla Consob³⁹ la competenza necessaria all'applicazione delle disposizioni contenute nel regolamento attribuendole potere di vigilanza sulle agenzie di rating che operano in Italia⁴⁰.

5.2.3 Il Regolamento UE 513/2011

Per completare il quadro della normativa in materia, occorre far riferimento al Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio n. 513/2011, il quale emenda alcune parti della disciplina scaturite dal regolamento del 2009 e affida tutte le competenze in materia di riconoscimento delle agenzie e di vigilanza sul settore alla *European Securities and Markets Authority* (ESMA), i cui poteri ispettivi e sanzionatori sono ampliati e potenziati.

L'ESMA è un'Autorità indipendente - istituita con Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio (UE) n. 1095/2010 - chiamata alla vigilanza nel settore degli strumenti finanziari; essa contribuisce a salvaguardare la stabilità del sistema finanziario europeo assicurando l'integrità, la trasparenza, l'efficienza e l'ordinato svolgimento delle attività nei mercati finanziari. In particolare, l'ESMA favorisce la convergenza della vigilanza sia attraverso la cooperazione tra le Authorities competenti che operano nel settore finanziario, sia operando a stretto contatto con altre Autorità Europee di vigilanza competenti nel settore bancario (EBA), assicurativo e pensionistico (EIOPA). Essa agisce come Autorità di Vigilanza sovranazionale nell'ambito del Sistema europeo di vigilanza finanziaria, contribuendo a fissare i punti chiave della legislazione europea nel settore dei mercati finanziari con lo scopo di

³⁹ P. CENDON, *Commentario al Codice Civile* artt. 2325 – 2362 Giuffrè pag. 778

⁴⁰ Per una nota critica *cfr* V. GASPARINI CASARI, *op.cit.*, pp. 653 e ss secondo il quale i regolatori europei “non sembrano avere ancora una compiuta percezione della estrema complessità dei mercati finanziari e, tantomeno, sembrano avere un progetto di regolamentazione aderente ad una tale complessità e, soprattutto, coerente con i principi dell'ordinamento comunitario”.

garantire una maggiore coerenza nell'applicazione del diritto comunitario⁴¹.

5.2.4 L'Accordo di Basilea⁴²

Nello stesso periodo veniva emanato l'accordo di Basilea II, che fissava i requisiti di capitale per le banche e attribuiva alle agenzie di rating un ruolo centrale nella valutazione dei loro *asset* e nella determinazione dei requisiti medesimi. Il nuovo accordo era una sorta di *upgrade* dove veniva confermato nella sostanza l'impianto originario del precedente, integrandolo e rafforzandolo dove gli eventi evidenziavano maggiori criticità e debolezze. Successivamente il Comitato di Basilea è nuovamente intervenuto⁴³ approvando un nuovo Accordo, il cosiddetto «Basilea 3» che impone requisiti patrimoniali più severi per l'operatività delle banche. Come tutte le norme che cercano di regolare i comportamenti eccessivamente rischiosi per evitare conseguenze peggiori, «Basilea 3» (alla stregua di Basilea 1 e 2) mira a definire una serie di regole il cui fine è, da un lato, porre dei vincoli all'assunzione di eccessivi rischi da parte delle banche e, dall'altro, premiare i comportamenti virtuosi. La *ratio* del c.d. Accordo di Basilea (obiettivo posto fin da Basilea 1) consiste nel verificare che il patrimonio di vigilanza di cui dispone la banca sia sufficiente a far fronte alle perdite e scongiurare così danni peggiori. A tal uopo, sono state imposte nuove regole per consentire maggiore elasticità al sistema stesso e permettere agli Organismi di Vigilanza di modellare la quantità di patrimonio minimo obbligatorio sulla base anche di esigenze contingenti. Tra queste particolare attenzione è stata data al c.d. «rischio liquidità» (rischio di cui è emersa tutta la pericolosità proprio all'indomani del crack Lehman Brothers e che ha costretto le banche centrali a

⁴¹ L'ESMA deve rendere conto della sua attività alla Commissione europea, al Parlamento europeo ed al Consiglio europeo (composto da ministri delle finanze di ciascuno Stato membro).

⁴² Cfr AA. VV., *Rivista di diritto, economia e finanza*, Scritti in onore di Francesco Capriglione Cedam pag. 571

⁴³ Il 12 settembre 2010

iniettare ingentissime quantità di liquidità per evitare lo stallo di tutto il sistema); a fronte di tale rischio, è richiesto alle banche di soddisfare nuove condizioni di equilibrio, sia di breve che di medio termine, sulla capacità di far fronte a fabbisogni improvvisi di liquidità.

Parallelamente, allo scopo di contrastare e/o attenuare la prociclicità del sistema finanziario, ossia l'eccessiva sensibilità alle dinamiche congiunturali di breve periodo che concorrerebbe ad alimentare la crisi stessa, verrà richiesto alle banche di accantonare una maggiore quantità di capitale nelle fasi di espansione del ciclo economico da utilizzarsi nelle eventuali fasi di crisi future.

Regole, in definitiva, aventi lo scopo di integrare il concetto di adeguatezza patrimoniale commisurata al rischio ponendo comunque un limite all'uso esasperato della leva finanziaria.

6. Conclusioni

Le recenti cronache hanno confermato il ruolo centrale che svolgono le agenzie di rating per le economie mondiali e per gli investitori istituzionali: il rating è uno strumento fondamentale che ha una pesante influenza su scelte economiche di importanza rilevante. In uno scenario del genere è, pertanto, necessario un intervento di regolamentazione che corregga i diversi problemi che affliggono l'emissione di rating, contribuendo in tal modo a ripristinare l'efficienza del mercato e la fiducia degli investitori.

La trasparenza informativa è di certo il *punctum dolens* del settore finanziario dove sono coinvolti una pluralità di interessi. Le agenzie di rating vengono spesso viste come *bilance* della asimmetria informativa presente nei mercati economici; è pertanto essenziale che le stesse operino nel rispetto dei principi di integrità, trasparenza, responsabilità e buon governo. Un ulteriore elemento che deve essere considerato, dopo la trasparenza in tutti i suoi aspetti, è quello della libera concorrenza sul mercato: questa è realizzabile solo attraverso una diffusione maggiore di agenzie di rating con il superamento di fatto dell'oligopolio delle "Tre Sorelle" (Standard & Poor's, Fitch e Moody's). Per ottenere un risultato del genere sarebbe auspicabile

una corretta regolamentazione nell'accesso ai vari mercati che bilanci un sistema selettivo di ingresso con la necessità di permettere al mercato di svilupparsi per creare una concorrenza sana.

L'indipendenza rappresenta il punto più a stretto contatto con il tema del conflitto di interessi delle agenzie di rating e della responsabilità che deriva da ciò. E' innegabile che le tre maggiori agenzie che distribuiscono rating alle varie economie mondiali ed alle principali società emittenti strumenti finanziari hanno un fatturato annuo i cui profitti provengono, in gran parte, da attività di consulenza relativa a strumenti finanziari che saranno successivamente oggetto di valutazione dalle agenzie stesse. Per evitare problematiche su un evidente conflitto di interessi, la normativa è intervenuta per garantire delle dinamiche procedurali che separano coloro che svolgono l'attività di consulenza da coloro che successivamente dovranno attribuire un determinato rating. Tuttavia, tali regole presuppongono un'applicazione virtuosa da parte delle agenzie che spesso invece cercano di eludere.

Ulteriore problema, non trascurabile, è quello della partecipazione delle società emittenti nel capitale sociale delle agenzie di rating: una soluzione raccomandabile è quella di limitare il valore di un rating attribuito da un'agenzia in cui un determinato ente emittente abbia una partecipazione superiore ad una soglia percentuale prestabilita.

Garantire l'indipendenza e la concorrenza tra le varie agenzie di rating, con un preciso regolamento che ne disciplini l'accesso; garantire la trasparenza informativa sui processi di valutazione degli strumenti finanziari; poter disporre di un forte potere sanzionatorio in caso di violazione delle norme poste a tutela degli investitori e risparmiatori: questi, dunque, i temi imprescindibili sui quali riflettere.

Bibliografia

AA. VV. *Rivista di diritto, economia e finanza, Scritti in onore di Francesco Capriglione*, 2010 Cedam

Anicchiarico A. e Delzio M., *Vivere senza rating? E' possibile, ce lo ha insegnato Lehman*, Il sole 24 ore, 27 Marzo 2009.

Bacciardi M., *Lo strano caso delle agenzie di rating*, in www.brunoleoni.it 2009,

Baranes A., *Miniguida per capire la crisi della finanza*, Osservatorio sulla finanza

Benedetti A., *Le agenzie di rating tra crisi dei modelli di mercato e criticità dei processi di regolamentazione* su www.costituzionalismo.it del 30/10/2012

Bhidè A., *A Call for Judgment*, Oxford University Press, 2010

Bigelli M. e Mengoli S., *Patti chiari. Ma non tanto*, La Voce, Finanza, 16 Dicembre 2008.

Bocca E., *Titoli di stato, obbligazioni e rating*, B&I Consultino, Consulenza finanziaria e patrimoniale, 6 Ottobre 2008.

Bonifazi A. e Troise G., *Basilea 2: leve di governo del rating bancario*, IPSOA

Calandra V., *La trasparenza nei servizi bancari di investimento* Buonaura, Giur. comm., 2008

Carlini A., *Agenzie di rating al bivio: evolversi o morire*, Libero Mercato, 15 Gennaio 2009

Cendon P., *Commentario al Codice Civile artt. 2325 – 2362* Giuffrè

Cerretelli A., *Rating, parte il controllo europeo*, Il sole 24 ore, 24 Aprile 2009

Chen Z., Lookman Aziz A., Schurhoff N., Seppi D., *Why ratings matter: evidence from Lehman's index rating rule change*, 30 Giugno 2009.

Daniels K. e Ejara Demissew D., *Impact of information asymmetry on municipal bond yields: an empirical analysis*, American Journal of Economics and Business Administration, 23 Marzo 2009

Daveri F., *L'economia italiana dopo Lehman Brothers*, La Voce Finanza, 22 Maggio 2009.

Dittrich F., *The Credit Rating Industry: Competition and Regulation*, Università di Colonia Dipartimento di Economia, 13 Luglio 2007

Esma, “Draft RTS on the assessment of compliance of credit rating methodologies with CRA Regulation”, 22 December 2011ESMA, /2011/462.

Fava Luca, *Una possibile alternativa alle agenzie di rating: il Mercato*, IBL, 21 Luglio 2009.

Fender I. e Hördahl P., 2007, *Quadro generale degli sviluppi: mercati nuovamente colpiti dai timori per le esposizioni creditizie*, Rassegna trimestrale BRI, Dicembre 2007.

Ferri G, Lacitignola P., *Le agenzie di rating. Tra crisi e rilancio della finanza globale*, Mulino Bologna 2009

Gasparini Casari V., *Le agenzie di rating*, in rivista Il diritto dell’economia, vol. 24, fasc. 3/4-2011

Gazzetta Ufficiale dell’Unione Europea, *Comunicazione della Commissione sulle agenzie di rating del credito*, 11 Marzo 2006.

Giannotti C., *La cartolarizzazione dei crediti*, Franco Angeli Editore.

Grundfest J. A., Petrova E., *Buyer owned and controlled rating agencies: A summary introduction. Securities and Exchange Commission* <http://www.sec.gov/comments/4-579/4579-10.pdf> 2009.

Hunt John Patrick, *Credit Rating agencies and the “Worldwide crisis”*: the limits of reputation, the insufficiency of reform, and a proposal for improvement, Columbia Business Law Review, vol. 1, 5 Settembre 2008

Kormos B. J., *Quis custodiet ipsos custodiet? Revisiting rating agency regulation*, International Business Law Journal, Vol. 4

Palmieri Marco, *Agenzie di rating e concorrenza*, La Voce, Finanza, 27 Maggio 2008.

Pellegrini M, *Brevi note sulla vexata quaestio dei bonds argentini* Banca borsa tit. cred. 2005

Perrone A., *Le società di rating* in Rivista delle società a cura di Guido Rossi “La società per azioni oggi”. Atti del convegno internazionale di studi Venezia, 10/11 novembre 2006 Milano – Giuffrè 2007

Pianesi L., *Le agenzie di rating tra privatizzazione di funzioni pubbliche e opinioni private “geneticamente modificate”*, in Riv. Trim. dir. Pubbl., 2011;

Pinelli C., *L'incontrollato potere delle agenzie di rating* su www.costituzionalismo.it dell'1/06/2012 fasc. 2

Skreta V. e Vedldkamp L., *Ratings shopping and asset complexity: A theory of ratings inflation*, Journal of Monetary Economics, Elsevier, vol. 56(5), 2009.

Varotto S., *An assessment of the internal rating based approach in Basel II*, Journal of Risk Model Validation, Forthcoming, Agosto 2008

Vella F., *Crisi finanziarie e controlli: sbagliando s'impara*, La Voce, Finanza, 18 Aprile 2008.

Vella F., *Un rating per i diritti*, La Voce, 16 Maggio 2008.

Vella F., *Capitalismo e Finanza*, Il Mulino, 2011.

White Lawrence J., *The credit rating agencies: understanding their central role in the subprime debacle of 2007-2008*, Stern School of Business New York University, 8 Aprile 2009

Zingales L., *Causes and effects of the Lehman Brothers bankruptcy*, United States House of Representatives, 6 Ottobre 2008

Sitografia

ABI, Associazione Bancaria Italiana, <http://www.abi.it>

AIC, Associazione Costituzionalisti Italiani, <http://www.costituzionalismo.it>

Analisiaziendale.it, <http://www.analisiaziendale.it>.

Basilea 2, <http://www.basilea2.com>.

B&I Consulting, <http://www.biconsulting.it>.

Borsa&Guadagno, <http://www.borsa-guadagno.com>.

Borsa Italiana, <http://www.borsaitaliana.it>.

Borsa Monitor, <http://www.borsamonitor.it>.

Bruno Leoni, <http://www.brunoleoni.it>

ETF Trends, <http://www.etftrends.com>.

Financial Times, <http://www.ft.com>.

Finanza Blog, <http://www.finanzablog.it>.

Fisco e Tasse, <http://www.fiscoetasse.it>.

GenxFinance, <http://www.genxfinance.com>.

Fitch Ratings, <http://www.fitchratings.it>.

IF Informazione Finanziaria, <http://www.informazionefinanziaria.it>.

IlGiornale.it, <http://www.ilgiornale.it>.

Il sole 24 ore, <http://www.ilsole24ore.com>.

Intermarket&More, <http://www.intermarketandmore.investireoggi.it>.
IR TOP Investor Relations, <http://www.irtop.com>.
Moody's, <http://www.moody's.com>.
Nel Merito, <http://www.nelmerito.it>.
Rassegna.it, <http://www.rassegna.it>.
Risk.net, <http://www.risk.net>.
SSRN, Social Science Research Network, <http://www.ssrn.com>.
Standard and Poor's, <http://www.standardandpoors.com>.
Tempi.it, <http://www.tempi.it>.
Tendenza&Mercati, <http://www.tendenzamercati.net>