

La responsabilità delle agenzie di rating da conflitto di interesse

Alexi Aliko

Febbraio 2011

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

Indice Saggio - *"La responsabilità delle agenzie di rating da conflitto di interesse"*

1. Le agenzie di rating: un cenno introduttivo

1.1 brevi cenni storici

2. Il panorama finanziario internazionale

2.1 L'esperienza giapponese

2.2 Differenze tra le agenzie globali e nazionali

2.3 Necessità di trasparenza

3. Il sistema di attribuzione del rating e le relative problematiche

3.1 L'esigenza informativa

3.2 Il meccanismo di attribuzione del rating

3.3 I prodotti delle agenzie di rating

3.4 Osservazioni sul processo di attribuzione del rating

4. La regolamentazione in materia di rating

4.1 L'esperienza americana

4.2 La risposta europea

5. Il tema del conflitto di interesse

5.1 Il pregiudizio subito dell'investitore

5.2 Il nesso causale tra il rating e l'investimento

6. Conclusioni

1. Le agenzie di rating: un cenno introduttivo

La nascita delle agenzie di rating è considerata come una delle innovazioni finanziarie più importanti del nostro secolo: queste appaiono sullo scenario internazionale solamente agli inizi del Novecento.

Il sistema finanziario globale ha visto diversi *step* evolutivi dei soggetti precursori delle attuali agenzie di rating: le *credit reporting agencies*¹, la stampa specializzata economico-finanziaria e le banche di investimento.

La stampa specializzata nasce negli Stati Uniti d'America fin dall'Ottocento e, dalla fusione di alcuni gruppi editoriali, nascerà una delle principali agenzie di rating attuali quale Standard & Poor's.

Le banche di investimento, invece, svolgendo un ruolo in prima persona con l'investitore, mettono "in gioco" la propria reputazione con gli investitori ed i propri clienti. Alla luce delle grosse crisi finanziarie dei primi anni venti degli Usa², John Moody comincia ad organizzare – e

¹ L'espansione economica americana porta alla nascita di questi soggetti come tentativo di gestione del credito commerciale. Si tratta di "lettere" scritte da un soggetto terzo che conosce uno degli interlocutori coinvolti in un determinato affare, rappresentando così una sorta di garanzia e raccomandazione sull'affidabilità del soggetto.

² Il Security Exchange Act del 1933 determina la nascita della SEC (Security Exchange Commission) non a caso a ridosso della grande crisi del 1929. È importante sottolineare come l'esigenza di regolamentazione e disciplina del mercato finanziario – che incontrerà numerose modifiche nel corso degli anni – si manifesta proprio a ridosso di una

fondare – la prima agenzia di rating della storia: la sua attività si concretizza nel fornire informazioni circa l'attendibilità delle imprese coinvolte nella realizzazione delle prime grandi infrastrutture americane³.

1.1 Brevi cenni storici

Negli Stati Uniti le agenzie di rating fanno la propria comparsa nei primi anni del '900 (Moody's 1909), ma fino agli anni '30 non destano alcun particolare interesse nel legislatore⁴. All'epoca, infatti, i rating venivano pubblicati su manuali appositamente redatti dalle agenzie e acquistati dagli investitori, i quali costituivano quindi i principali finanziatori del mercato.

delle più grandi crisi finanziarie della storia. Per quanto riguarda il panorama italiano notiamo, invece, che la CONSOB vedrà la luce solamente nel giugno del 1974 con la legge n. 216.

³ 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.

⁴ 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 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.

A seguito della grande crisi finanziaria che sconvolge gli Stati Uniti negli anni Trenta, vengono ammesse le agenzie di rating nella regolamentazione finanziaria; anche a seguito del *Glass-Steagall Act*⁵, abbiamo una netta divisione tra tutti i soggetti coinvolti nelle dinamiche dei mercati finanziari, alla luce dei loro ruoli e attività svolta.

Appare ridondante il riferimento al mercato finanziario statunitense ma ciò è dovuto al fatto che si tratta della principale “piazza” dalla quale hanno avuto origini tutte le innovazioni negli anni a venire, le grandi crisi e i grandi exploit economici⁶.

⁵ The Banking Act of 1933 was a law that established the [Federal Deposit Insurance Corporation](#) (FDIC) in the [United States](#) and introduced banking reforms, some of which were designed to control [speculation](#). It is most commonly known as the Glass–Steagall Act, after its legislative sponsors, [Carter Glass](#) and [Henry B. Steagall](#). Some provisions of the Act, such as [Regulation Q](#), which allowed the [Federal Reserve](#) to regulate interest rates in savings accounts, were repealed by the [Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act](#) of 1980. Provisions that prohibit a [bank holding company](#) from owning other financial companies were repealed on November 12, 1999, by the [Gramm–Leach–Bliley Act](#). The repeal of the Glass–Steagall Act of 1933 effectively removed the separation that previously existed between Wall Street investment banks and depository banks and has been blamed by some for exacerbating the damage caused by the collapse of the subprime mortgage market that led to the [Financial crisis of 2007–2010](#).

⁶ La classica esposizione delle banche al rischio di credito è stata sostituita da quella al rischio di mercato, sia sul versante della possibilità di smobilizzare rapidamente l'attivo costituito da titoli, sia su quello del passivo con la costante ricerca e necessità di liquidità a breve termine, anche per finanziare attivi non altrettanto liquidi. Il c.d. rischio sistemico, da sempre associato all'attività bancaria e all'immagine delle file dei depositanti in coda allo sportello, si è ingigantito per la comune sottoposizione degli operatori al rischio di mercato ove spesso il singolo comportamento razionale non corrisponde alla razionalità del sistema nel suo complesso. L'interconnessione dei diversi mercati finanziari, sia dal punto di vista geografico, sia da quello settoriale (banca, finanza e assicurazione hanno ormai confini assai labili tra loro) ha ulteriormente aggravato la situazione.

La valutazione delle agenzie di rating, con l'incrementare dell'attività industriale e con le nuove imprese che sono alla ricerca di finanziatori ed investimenti, iniziano a rivestire un ruolo fondamentale nel mercato finanziario americano, scendendo dalle cinque alle attuali tre agenzie, che ricoprono il ruolo di leader mondiali⁷.

Negli anni '70 si verificò un cambiamento epocale, ossia il passaggio da un sistema in cui sono gli investitori ad acquistare i servizi delle agenzie (c.d. *investors paid model*), ad uno in cui sono invece gli emittenti stessi a pagare per ottenere i rating (*issuer paid model*).

Solo in seguito alle crisi finanziarie che hanno sconvolto gli ultimi anni del XX secolo e alla mancanza di accorgimenti con cui le agenzie di rating avrebbero potuto predirli adeguatamente, ci si è resi conto della necessità di colmare un simile vuoto regolamentare.

Negli Stati Uniti fu predisposta una serie di interventi normativi - consistenti nel *Credit Rating Agencies Reform Act*⁸ del 2006 e nelle

⁷ Si tratta di Standard & Poor's, Moody's e Fitch che, in ordine di importanza, svolgono un ruolo fondamentale nella fase di crescita dell'industria e delle imprese americane a partire dagli anni '70 in poi.

⁸ The U.S. Credit Rating Agency Reform Act is a set of laws, enacted by the American government to improve the quality of credit ratings. The U.S.

Credit Rating Agency Reform Act was passed by the U.S. Senate in 2006, under the title Credit Rating Agency Reform Act of 2006. The American credit rating agencies mattered a lot to the Senate, as a significant national asset. So, it was necessary that every aspect of their activities including analyses, writings, preparing the credit reports and finally credit ratings must have some guidelines to follow, in order to avoid unwanted

diverse *rules*⁹ emanate dalla *Securities Exchange Commission* in sua esecuzione - volti a disciplinare in modo esaustivo la materia.

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.

2. Il panorama finanziario globale

Le agenzie di rating hanno però soprattutto la caratteristica di essere soggetti relativamente trascurati sia dal legislatore che dalla dottrina, nonostante l'importanza sempre crescente che esse hanno rivestito nello sviluppo dei mercati lungo tutto il ventesimo secolo.

È importante sottolineare che il mercato finanziario nasce negli Stati Uniti ma non rimane confinato ai suoi interni ma, con il passare degli anni, si è sviluppato in ogni parte del globo con la nascita di numerosi *market place*. È altresì doveroso sottolineare che, per l'economia mondiale, i punti di riferimento per gli investitori ed i

fallacies, frauds and corruptions, on the part of the American credit rating agencies. Moreover, the Act also protects the interests of investors and layman simultaneously.

⁹ Come verrà approfondito in seguito, il Credit Agency Reform Act ha inserito una serie di norme aggiuntive alla rules 17 (17g-1 fino a 17g-6), inserendo un complesso di disposizioni normative destinate a disciplinare in maniera specifica l'ingresso di nuove agenzie di rating, la loro condotta all'interno del mercato e stabilendo determinati specifici obblighi.

soggetti coinvolti, rimangono il mercato statunitense e quello asiatico¹⁰ – identificato prima con il mercato giapponese ed ora con il colosso cinese ed Hong Kong come potenze economiche in crescita.

La nascita delle agenzie di rating ed il loro sviluppo ha svolto e svolge tutt'ora un ruolo fondamentale nelle dinamiche finanziarie globali ed ha rappresentato anche l'occasione per inserirsi in un mercato ricco di domanda da parte degli investitori¹¹.

Le esigenze di regolamentazione dei vari scenari nazionali e le diverse esigenze sentite dai relativi investitori, hanno portato alla nascita di agenzie nazionali.

È logico rappresentare che la gran parte delle singole agenzie nate nei vari panorami nazionali a livello continentale sono state acquisite o assorbite dalle tre maggiori agenzie globali: in tal modo è possibile, per quest'ultime, coprire il più ampio raggio su scala mondiale dei vari mercati finanziari. Per inserirsi in un nuovo mercato è più semplice comprare una struttura già esistente e sviluppata per quel determinato

¹⁰ Vengono considerati paesi appartenenti all'area Asia – Pacifico: l'Australia, la Cina, Hong Kong, India, Indonesia, Giappone, Corea del Sud, Malesia, Nuova Zelanda, Filippine, Singapore e Thailandia.

¹¹ Si sono spersonalizzati i rapporti e le concessioni di credito sono state basate, più che sul merito di credito, sulla possibilità di trasformare i crediti in titoli da cedere prontamente sul mercato; i profitti si sono trasformati da interessi, che maturano progressivamente nel corso del tempo, in differenziali di prezzo e commissioni, a maturazione immediata, così favorendo una prospettiva di breve periodo; l'importanza degli stock di credito è stata sostituita da quella dei flussi e della loro velocità di rotazione; la

mercato piuttosto che inserirsi *ex novo* in un determinato paese con tutte le preclusioni e difficoltà che si possono verificare¹².

2.1 L'esperienza giapponese

L'esperienza giapponese è singolare rispetto agli altri paesi asiatici poiché si tratta di un paese fortemente incentrato e basato sul sistema bancario. Da ciò ne deriva anche una fragilità in caso di crisi finanziarie a livello nazionale. È altresì vero che questo paese non ricorre ai mercati finanziari per lo sviluppo delle proprie imprese ma negli ultimi decenni si è rivelato essere un mercato molto importante.

Quello che si vuole evidenziare, però, è come, alla luce delle varie crisi attraversate¹³, sono state poste in essere delle misure atte a tutelare gli investitori e gli stessi emittenti (ad esempio il pagamento del rating deve avvenire da parte di entrambi i soggetti, garantendo una sorta di imparzialità da parte dell'agenzia); i principi cardine su cui si sviluppano

convenienza e, quindi, l'uso della leva finanziaria, con il finanziamento dell'attivo tramite raccolta dei capitali sui mercati a breve termine, è enormemente aumentata.

¹² Le agenzie di rating nazionali sono composte, nella maggior parte dei casi, da grandi gruppi bancari a livello nazionale o da società finanziarie. Anche in questo caso il problema del conflitto di interesse tra una banca che partecipa al capitale di un'agenzia di rating, la quale lo richiama per l'erogazione di un prestito o per la valutazione del merito creditizio di una impresa, è a maggior ragione evidente.

¹³ Anche l'economia giapponese ha dovuto far fronte a grosse crisi che hanno attraversato il paese dagli anni '80 fino al grande crack finanziario di alcune società del 1997, dovendo far fronte al maggiore problema che le agenzie che attribuiscono rating debbono considerare: il downgrading, il quale si esplica in un costante monitoraggio dei rating assegnati ed un loro eventuale cambiamento al variare delle condizioni economiche di un ente emittente. Tale fenomeno si è riscontrato con la crisi della Lehman Brothers che, fino a pochi giorni prima del fallimento, aveva un rating pari alla tripla A.

le esigenze in tema di rating sono: garantire l'indipendenza delle agenzie¹⁴, garantire la pluralità delle stesse e garantire il pagamento bilaterale – come sopra descritto – delle commissioni.

Tali principi – nella loro semplicità – dovrebbero esser ben tenuti a mente alla luce del più grande e maggiore problema che coinvolge le agenzie di rating globali: il conflitto di interesse ed il duplice ruolo da queste svolte nei confronti degli emittenti e dei mercati finanziari.

2.2 Differenze tra le agenzie globali e nazionali

La breve analisi del panorama giapponese – molto simile a quello di altre realtà asiatiche¹⁵ – è utile per introdurre brevemente un accenno sulle differenze che contraddistinguono le agenzie globali da quelle nazionali.

In primi luogo si osserva la natura delle informazioni sulle quali le agenzie basano il proprio giudizio: quelle nazionali basano il proprio rating su informazioni di tipo pubblico (ad esempio i bilanci) mentre le agenzie globali effettuano valutazioni anche sulle informazioni che gli vengono date direttamente dal privato, con il quale interagisce.

¹⁴ Questo risultato viene garantito grazie al limite del 5% di partecipazione da parte dei soggetti emittenti nelle agenzie di rating.

¹⁵ Si evidenzia che gli altri mercati asiatici (Corea del Sud, Malesia, India ed altri) presentano poche agenzie di rating a livello nazionali di importanza rilevante - uno o al massimo due – poiché le restanti agenzie sono inglobate nella rete mondiale riconducibile alle tre maggiori società di rating.

Si sottolinea che il problema maggiore delle agenzie nazionali – diffuse maggiormente nei paesi asiatici – riguarda la qualità delle informazioni su cui si basano per l'emissione del rating in particolar modo in merito alla reperibilità delle informazioni; al contrario le agenzie globali hanno risorse e capacità maggiori nell'avere un quadro completo dell'emittente che si rivolge loro.

Da ultimo si deve valutare la tipologia di impresa che si rivolge ai due tipi di agenzie: quelle nazionali solitamente forniscono i propri servizi a imprese a livello locale mentre quelle globali a grossi soggetti che si rivolgono ad un mercato internazionale.

2.3 Necessità di trasparenza

La vigilanza sui mercati finanziari da parte dei pubblici poteri e la relativa regolazione sono necessarie per assicurare l'efficienza e l'affidabilità di tali mercati essenziali per il funzionamento delle economie dei Paesi più sviluppati, onde poter prevenire le disfunzioni che vi si possano verificare e i conseguenti rischi sistemici capaci di provocare reazioni a catena dannose per l'intero sistema economico.

Sebbene le modalità di tutela dei risparmiatori, degli investitori e degli assicurati si siano evolute di pari passo con l'evolversi dell'economia, sotto la spinta potente di un vento di riforma mondiale, non essendo più gli intermediari finanziari soggetti alla direzione e al

controllo pubblici, bensì solo destinatari di misure volte ad assicurarne la solvibilità, la trasparenza¹⁶ nei rapporti con la clientela e la concorrenza tra gli operatori, la funzione amministrativa di vigilanza bancaria, finanziaria e assicurativa resta sempre finalizzata a perseguire gli obiettivi della stabilità finanziaria, *sub specie* della sana e prudente gestione degli intermediari e della stabilità del sistema nel suo complesso, la correttezza e la trasparenza dei comportamenti e la concorrenza nel settore¹⁷.

3. Il sistema di attribuzione del rating e le relative problematiche

Le agenzie rating svolgono un ruolo fondamentale, sia per gli investitori sia per gli emittenti: agli investitori forniscono

¹⁶ A fronte della globalizzazione finanziaria, i meccanismi di regolazione della stessa messi a punto dalle organizzazioni e dalle varie istituzioni finanziarie internazionali riguardano soltanto la definizione di *standards* utili al coordinamento delle autorità di vigilanza ovvero relativi all'attività esercitata dagli operatori del mercato, non, invece, l'architettura del sistema di vigilanza pubblica dei mercati, che resta saldamente nel dominio dei singoli legislatori nazionali. In un tale contesto, l'attuale quadro regolatorio internazionale appare inadeguato a controllare il rischio sistemico nei mercati finanziari in maniera efficiente, risultando gli sforzi diretti a enucleare una regolazione internazionale in questo settore ancora inefficienti, frammentati e carenti di legittimazione politica, ove pure ritenuta necessaria.

¹⁷ Il rafforzamento della vigilanza pubblica e la progressiva ri-regolazione dei mercati, riscontrati sia negli Stati Uniti sia in Europa e, in particolare, nell'ordinamento italiano, possono essere inquadrati, in un primo tentativo di sistematizzazione, in una tendenza a costruire un ordine pubblico proprio dei mercati finanziari.

un'informazione che li aiuta a valutare i rischi connessi ad un determinato titolo, quanto agli emittenti contribuiscono ad abbassare i costi da loro sostenuti per raccogliere capitali (almeno in caso di rating favorevole)¹⁸.

Il ricorso alle valutazioni espresse dalle agenzie è aumentato in misura esponenziale nel corso degli anni '90, con il convergere sempre maggiore sui mercati del capitale di soggetti inesperti per i quali l'informazione primaria risulta, per vastità e tecnicismo, di difficile comprensione, tanto da rendere necessaria l'interposizione di una documentazione più sintetica e chiara; senza contare poi che l'internazionalizzazione dei mercati, l'affacciarsi di nuovi prenditori di fondi, l'ampliamento della gamma di titoli offerti, caratterizzati da strutture finanziarie sempre più complesse, hanno reso sempre più difficile il processo di scelta da parte degli investitori istituzionali ed, ancor più, privati¹⁹.

¹⁸ Immediatamente prima dello scoppio della bolla la preoccupazione fondamentale nella *business community* degli Stati Uniti era quella per la perdita di competitività della piazza finanziaria di New York. In quest'ottica si chiedevano alleggerimenti delle prescrizioni contenute nel *Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act* (meglio noto come *Sarbanes-Oxley Act*) per ridurre il lamentato *gap* competitivo con Londra e i mercati asiatici. Com'è noto, nel giro di pochi mesi a cavallo fra la fine e l'inizio del 2007, proposte del genere vennero formulate in ben tre autorevoli rapporti: *Commission on Capital Markets Regulation* (c.d. *Paulson Committee*), Interim report, 30 novembre 2006; MAYOR BLOOMBERG AND SENATOR SCHUMER (edited by), *Substaining New York's and the US' Global Financial Services Leadership*, 22 gennaio 2007 (a cura di McKinsey); *Commission on the regulation of U S Capital Markets in the 21st Century* (U S Chamber of Commerce), *Report and Recommendations*, marzo 2007.

¹⁹ La perdurante diversità dei sistemi finanziari americano ed europeo e delle relative vigilanze pubbliche richiede un loro esame separato. Infatti, anche se il processo di

La crescita e l'evoluzione delle agenzie di rating globali²⁰ rappresentano un fattore fondamentale per comprendere i meccanismi alla base delle valutazioni degli strumenti finanziari e dei loro emittenti.

È fondamentale mettere in risalto come le tre agenzie nascono al fine di fornire precisi dati statistici sull'attendibilità delle imprese e delle aziende coinvolte nelle grandi imprese che si rivolgevano loro per ottenere un giudizio.

Le agenzie globali, inoltre, fornivano tali giudizi tramite dei “*manuali*” che contenevano numerose informazioni di qualsiasi genere sulle operazioni – di carattere finanziario e non - in essere negli Stati Uniti.

Si ricorda, altresì, che in un primo momento, l'onere del pagamento per il servizio reso veniva ripartito tra l'ente emittente e l'investitore: successivamente – laddove si è verificato un aumento dei costi per la mole di previsioni ed operazioni che si dovevano affrontare – è gravato interamente sull'emittente.

globalizzazione finanziaria induce tra i diversi sistemi finanziari influenze reciproche, interdipendenze, forme di integrazione, tuttavia non è dato ancora registrare una convergenza verso un modello unico, continuando a sussistere invece una serie di modelli diversi, che costituiscono retaggio storico della tradizione e del diverso grado di sviluppo capitalistico di ciascun Paese, che possono al più risultare caratterizzati da morfologie 'miste', in quanto conseguenza di un'avvenuta osmosi tra modelli preesistenti che ha favorito l'introduzione di elementi comuni.

²⁰ Standard & Poor's, Fitch e Moody's

Questo è uno dei punti fondamentali – se non il punto cardine – del conflitto di interessi che si crea tra le agenzie di rating e l’oggetto della loro indagine che si rivela essere, altresì, il loro cliente.

Le tre agenzie globali, che insieme detengono oltre il 90% del mercato globale del rating, hanno il pregio di aver introdotto determinati elementi fondamentali o che si sono rilevati essere fattori di cambiamento.

Moody’s è stato il primo a far ricadere il costo per il servizio reso interamente sull’emittente; gli si attribuisce anche il merito di essere stato il primo a fornire il rating ai titoli del mercato pubblico.

Standard & Poor’s ha il pregio di essere la prima agenzia di rating fondata e di aver introdotto gli odierni report di analisi finanziaria.

Fitch’s ha il merito di adottare la scala di valutazione che va dalla famosa tripla A alla D²¹: questo si è reso necessario per effettuare una valutazione critica ed analitica ed attribuire il rating più preciso possibile.

3.1 L’esigenza informativa

L’importanza del *rating* è altresì connessa con l’attuazione del nuovo accordo internazionale sui requisiti patrimoniali delle banche, noto

²¹ Il *rating* è espresso da alcune categorie che, nelle classificazioni utilizzate da *Standard & Poor’s* vanno dalla AAA, che corrisponde alla più elevata qualità del credito, alla D, corrispondente all’insolvenza o *default*. I *ratings* che vanno dalla AAA alla CCC possono essere accompagnati da un + o un --.

come Basilea 2²², in base al quale le banche dei Paesi aderenti debbono accantonare quote di capitale proporzionali al rischio derivante dai vari rapporti di credito assunti, valutato attraverso lo strumento del rating. In tal modo, il *rating* diventa la condizione fondamentale che regola l'accesso al credito bancario da parte delle imprese.

Con riguardo agli strumenti finanziari, i *rating* classificano gli emittenti in categorie che corrispondono a gradi più o meno elevati di rischio fallimento; di conseguenza, le agenzie utilizzano scale di valutazione nell'ambito delle quali il discrimine fondamentale è tra la categoria "*investment grade*" (rischio debole), alla quale appartengono i titoli che ottengono un *rating* di alto livello, superiore ad una data soglia della scala e la categoria detta "*speculative grade*" (rischio elevato), nella quale sono collocati i titoli a basso livello di *rating* o *not rated* (*junk bonds*), maggiormente diffusi nel mercato statunitense e solitamente caratterizzati da un alto rendimento (*high-yield bonds*).

Il rating si rivela essere un utile strumento per risolvere il problema delle asimmetria informativa che riguarda i mercati e gli strumenti finanziari.

²² Direttiva 2006/48/CE del 14 giugno 2006, relativa all'accesso all'attività degli enti creditizi ed al suo esercizio.

Le agenzie globali, tramite le informazioni a loro disposizione ed i processi di elaborazione del rating, attribuiscono un vero e proprio valore allo strumento finanziario oggetto del loro lavoro²³.

Il prezzo degli strumenti finanziari si determina dal loro valore sul mercato ma spesso è determinato dal voto che gli viene attribuito dalle agenzie. Da questi due semplici ma fondamentali fattori, si evince come la necessità di regolamentare, vigilare – ed anche sanzionare – l’attività delle agenzie di rating sia fondamentale all’interno del panorama finanziario globale. Tali considerazioni vengono fatte anche alla luce delle grandi crisi mondiali degli ultimi decenni (il caso Enron, Lehman Brothers e i *tango bond*).

3.2 Il meccanismo di attribuzione del rating

Il rating – secondo la definizione data da Standard & Poor’s – è “*un’opinione sul merito di credito complessivo del debitore con riferimento ad una particolare obbligazione finanziaria*”²⁴. Il meccanismo con cui le agenzie globali arrivano ad assegnare un determinato rating è finalizzato alla maggiore trasparenza possibile e alla

²³ È necessario porre in evidenza che il punto cruciale dell’attività di valutazione e attribuzione del rating riguarda una pluralità di elementi: la qualità delle informazioni a disposizione delle agenzie globali che vengono fornite dai soggetti che vi si rivolgono per ottenere un *issuer rating*, la distinzione degli enti emittenti in base alle loro caratteristiche, l’analisi del prodotto oggetto del rating.

²⁴ <http://www.standardandpoors.com/home/en/eu>

creazione del minor conflitto di interesse tra cliente ed agenzia. Il rating rappresenta un'opinione sulla solvibilità generale del debitore, ovvero sulla capacità di ripagare alla scadenza prestabilita il capitale e gli interessi.

Nel formulare il giudizio sul merito del credito, le agenzie considerano qualsiasi evento futuro che può essere anticipato e che può influenzare le capacità di rimborso dell'emittente, sulla base di valutazioni analitiche, obiettive ed indipendenti; poiché tale rischio può continuamente variare con il mutare delle condizioni in cui opera l'azienda, od in relazione alle scelte e strategie perseguite, le agenzie normalmente effettuano un monitoraggio continuo del rating ed all'occorrenza intervengono con dei cambiamenti dello stesso²⁵.

I rating sono solitamente richiesti – e pagati – dagli emittenti stessi. In questo caso, essi si basano sia su dati pubblicamente disponibili, sia su informazioni che non sono accessibili al pubblico, ma che sono volontariamente rivelate dall'entità oggetto di rating (ad esempio, in colloqui con dirigenti finanziari dell'entità).

²⁵ Il *rating*, comunque, include anche altre informazioni sulle motivazioni sottostanti all'assegnazione di quella specifica valutazione; in particolare, la maggior parte dei rating incorporano un cosiddetto "*outlook*" o prospettiva, che indica la tendenza attesa del rating: la prospettiva può essere stabile, positiva o negativa a seconda che la tendenza del rating sia di mantenimento della categoria in essere, di miglioramento o di peggioramento.

Può succedere, però, che le agenzie pubblichino rating loro iniziativa (non su richiesta dell'emittente): in questo caso i rating sono generalmente elaborati senza avere accesso ad informazioni non pubbliche.

È importante evidenziare che l'impulso nell'attribuzione del rating avviene, quindi, in due modi diversi: sulla base di una specifica richiesta dell'emittente (*solicited rating*)²⁶ ovvero sull'iniziativa autonoma dell'agenzia (*unsolicited rating*)²⁷.

Prima di analizzare il processo di attribuzione di rating ad un determinato emittente è fondamentale porre in evidenza quelli che sono dati comuni a tutte le valutazioni, cioè elementi di base che contribuiscono a fornire un background dell'oggetto del giudizio del rating a prescindere dalle informazioni che verranno fornite. Vengono considerate come aree di indagine maggiori i seguenti campi: la collocazione geografica – il cosiddetto rischio paese, l'ambiente politico nazionale, la composizione del management della società, il campo di attività, il trend e le variazioni del campo in cui opera, solidità

²⁶ Nel momento in cui un emittente si rivolge ad un'agenzia per ottenere un rating è istituita una commissione *ad hoc* per la valutazione della situazione economico - finanziaria di quell'emittente.

²⁷ I rating sono solitamente richiesti – e pagati – dagli emittenti stessi. In questo caso, le valutazioni sono basate sia su dati pubblicamente disponibili, sia su informazioni che non sono accessibili al pubblico, ma che sono volontariamente rivelate dall'ente emittente (ad esempio, in colloqui con dirigenti finanziari della società).

economica, bilanci, struttura dell'impresa e – forse la voce che presenta più incognite – la valutazione di eventuali eventi di rischio.

Il rating nasce dalla valutazione delle informazioni che sono fornite dai componenti del management del soggetto emittente ad una apposita commissione dell'agenzia, i quali effettueranno una prima valutazione sulla base della quale verrà attribuito un determinato rating. Nel caso in cui tale rating non soddisfi l'ente emittente, quest'ultimo ha la possibilità di fornire ulteriori dati – in una sorta di processo di appello – per far migliorare il proprio giudizio. L'intero procedimento è lungo e può durare dalle 4 alle 6 settimane poiché è fatto di più incontri, valutazioni, calcoli statistici ed operazioni matematiche. Una volta attribuito il rating ad un soggetto emittente inizia quella che viene chiamata la “fase di sorveglianza²⁸” durante la quale si verifica la stabilità ed eventuali elementi che possono comportare una variazione dell'affidabilità dell'emittente e che potrebbero portare ad un downgrading²⁹ dello stesso.

²⁸ Le revisioni possono avvenire in qualsiasi momento, se le mutate condizioni del settore di appartenenza dell'emittente o le variazioni nella struttura finanziaria, patrimoniale e manageriale dell'azienda sono tali da mettere in pericolo il regolare pagamento di capitale ed interessi.

²⁹ Un downgrade è un declassamento del rating di un titolo, cioè può capitare che a seguito di più bilanci trimestrali negativi, la stabilità patrimoniale può risentirne anche in modo grave, e questo ovviamente può provocare la variazione del rating in negativo. Questo processo è detto downgrade, e alla sua dichiarazione il titolo perde molta fiducia, soprattutto tra i risparmiatori.

3.3 I prodotti delle agenzie di rating

È necessario soffermarsi brevemente su principali tipi di rating che le agenzie globali attribuiscono, suddivisi per categorie, in modo tale da individuare le diverse esigenze a cui rispondono.

- a) *Issuer rating*³⁰: sono i rating che si riferiscono all'emittente che valutano il merito di credito e considerano l'impresa in modo globale; è un rating che viene attribuito a prescindere dall'esistenza di strumenti finanziari in essere poiché valuta la sua stabilità, affidabilità e capacità di far fronte ai propri debiti senza ricorrere a strumenti alternativi.
- b) *Bank financial strength rating*³¹: sono emessi da due delle maggiori agenzie di rating globali e valutano la solidità finanziaria delle banche.

³⁰ "Issue credit rating is a current opinion of the creditworthiness of an obligor with respect to a specific financial obligation, a specific class of financial obligations, or a specific financial program (including ratings on medium term note programs and commercial paper programs). It takes into consideration the creditworthiness of guarantors, insurers, or other forms of credit enhancement on the obligation and takes into account the currency in which the obligation is denominated. The issue credit rating is not a recommendation to purchase, sell, or hold a financial obligation, inasmuch as it does not comment as to market price or suitability for a particular investor" – fonte <http://www.standardandpoors.com/home/en/eu>

³¹ Tratto dalle ratings definition di Moody's (website <http://www.moody.com/english/definition/credit12.asp>): "Bank Financial Strength Ratings (BFSRs) represent Moody's opinion of a bank's intrinsic safety and soundness and, as such, exclude certain external credit risks and credit support elements that are addressed by Moody's Bank Deposit Ratings. In addition to commercial banks, Moody's BFSRs may also be assigned to other types of financial institutions such as multilateral development banks, government-sponsored financial institutions and national development financial institutions. Unlike Moody's Bank Deposit Ratings, Bank Financial Strength Ratings do not address the probability of timely payment. Instead, Bank Financial Strength Ratings are a measure of the likelihood that a bank will require assistance from third parties such as

Servono principalmente a valutare la possibilità per una banca di ricorrere all'aiuto di terzi in situazione di crisi.

- c) *Claim-paying ability rating*: si riferiscono alla solidarietà finanziaria delle compagnie assicurative.
- d) *Bank loan rating*: sono i rating attribuiti ai prestiti bancari che focalizzano, oltre al merito di credito delle imprese, anche i benefici derivanti dalle garanzie collaterali.

3.4 Osservazioni sul processo di attribuzione del rating

Si può osservare che l'attribuzione di un determinato rating ad un emittente e ai suoi strumenti finanziari è frutto di una lunga valutazione da parte delle commissioni delle agenzie di rating, basata su una pluralità di dati: sia quelli di pubblico accesso – come ad esempio i bilanci – sia quelle informazioni che vengono fornite direttamente dagli incaricati della società richiedente il rating³².

its owners, its industry group, or official institutions. Bank Financial Strength Ratings do not take into account the probability that the bank will receive such external support, nor do they address risks arising from sovereign actions that may interfere with a bank's ability to honor its domestic or foreign currency obligations.

Factors considered in the assignment of Bank Financial Strength Ratings include bank-specific elements such as financial fundamentals, franchise value, and business and asset diversification. Although Bank Financial Strength Ratings exclude the external factors specified above, they do take into account other risk factors in the bank's operating environment, including the strength and prospective performance of the economy, as well as the structure and relative fragility of the financial system, and the quality of banking regulation and supervision”.

³² In questo caso stiamo parlando degli *issuer ratings* cioè di quei rating richiesti su commissione da parte delle società e/o enti emittenti: nel processo di valutazione

Da una prima analisi si rileva essere molto difficile riuscire ad attribuire una corretta valutazione quando sono coinvolti una pluralità di fattori, nel caso in cui oggetto dell'indagine sia uno strumento finanziario semplice. Il problema subentra nei casi di "finanza strutturata" che hanno riguardato da sempre le grandi crisi finanziarie e sono stati al centro dei vari scoppi della c.d. "bolla finanziaria". Riuscire ad effettuare una corretta valutazione di strumenti finanziari così complessi, laddove reperire le informazioni che abbiamo sopra elencato appare quasi impossibile, pregiudica senza ombra di dubbio il lavoro delle agenzie di rating nell'attribuire un determinato rating. Il problema che si viene a creare è quindi basarsi sull'affidabilità dell'ente emittente piuttosto che ad una attenta analisi, ricordando sempre che l'emittente è il cliente stesso.

Emerge, quindi, senza ombra di dubbio quello che è il problema che in questa sede si vuole portare alla luce e che è stato evidenziato nei vari passaggi fino a qui affrontati: l'inevitabile conflitto di interesse che nasce tra l'agenzia globale e le società emittenti. Basti considerare che la maggior parte dei profitti delle agenzie globali viene dai rating attribuiti agli enti emittenti strumenti finanziari.

effettuato dall'agenzia, questa potrà valutare dei dati forniti direttamente dalla società/ente oggetto di valutazione al fine di fornire un giudizio completo in ogni suo aspetto.

Un ulteriore problema che si deve considerare è l'attività di consulenza che viene fornita, come servizio accessorio, dalle agenzie di rating agli enti emittenti nel momento in cui questi si trovano ad immettere sul mercato un particolare prodotto. Un primo accorgimento che viene adottato è quello di non coinvolgere coloro che svolgono attività di consulenza nel processo di valutazione delle informazioni e di attribuzione del rating.

Non si deve dimenticare, altresì, che anche in questo caso si verifica il famoso problema “*controllore – controllante*” laddove tutte le maggiori agenzie di rating globali sono partecipate dalle stesse società oggetto dei loro giudizi. Andremo ad analizzare brevemente la regolamentazione USA e europea in tale senso.

4. La regolamentazione in materia di rating

4.1 L'esperienza americana

La regolazione americana vigente è rivolta esclusivamente alle agenzie riconosciute come NRSRO³³, ed è rappresentata dal *Credit*

³³ Con tale definizione si vuole individuare l'agenzia candidata come futura agenzia regolarizzata e considerata all'interno della SEC (website <http://www.sec.gov/answers/nrsro.htm>): “a credit rating agency is a firm that provides its opinion on the creditworthiness of an entity and the financial obligations (such as, bonds, preferred stock, and commercial paper) issued by an entity. Generally, credit ratings distinguish between investment grade and non-investment grade. For example, a credit rating agency may assign a "triple A" credit rating as its top "investment grade" rating for corporate bonds and a "double B" credit rating or below for "non-investment grade" or "high-yield" corporate bonds. Credit rating agencies registered as such with the SEC are

Rating Agency Reform Act del 2006³⁴, integrato ed implementato da diverse *rules* (17g-1, 17g-2, 17-g3, 17g-4, 17g-5, 17g-6) emanate dalla *Securities Exchange Commission* (SEC) nel giugno 2007. Questa disciplina composita - confluita nel *Securities Exchange Act*³⁵ - si muove sostanzialmente in due direzioni: da un lato, specifica in modo estremamente preciso le fasi della procedura e gli adempimenti utili a ottenere la qualifica di NRSRO e a conservare tale status; dall'altro, si sofferma lungamente sui possibili abusi che possono prodursi nell'esercizio dell'attività di rating ed enuclea una serie di disposizioni volte a tutelare i soggetti con i quali le NRSRO vengono a contatto³⁶.

known as "Nationally Recognized Statistical Rating Organizations." There are ten firms currently registered as NRSROs".

³⁴ Infatti le finalità espressamente riportate all'inizio dell'act sono "To improve ratings quality for the protection of investors and in the public interest by fostering accountability, transparency, and competition in the credit rating agency industry".

³⁵ With this Act, Congress created the Securities and Exchange Commission. The Act empowers the SEC with broad authority over all aspects of the securities industry. This includes the power to register, regulate, and oversee brokerage firms, transfer agents, and clearing agencies as well as the nation's securities self regulatory organizations (SROs). The various stock exchanges, such as the New York Stock Exchange, and American Stock Exchange are SROs. The National Association of Securities Dealers, which operates the NASDAQ system, is also an SRO. The Act also identifies and prohibits certain types of conduct in the markets and provides the Commission with disciplinary powers over regulated entities and persons associated with them. The Act also empowers the SEC to require periodic reporting of information by companies with publicly traded securities.

³⁶ Federal legislation intended to encourage competition in the business of rating government and business credit quality. The act facilitated the entry of new credit rating organizations by allowing eligible firms to register with the SEC as nationally recognized statistical rating organizations. It also abolished the ability of the SEC to designate nationally recognized rating agencies. Standard & Poor's and Moody's dominated the industry at the time the bill was signed into law on September 29, 2006.

Alla luce di una analisi della normativa statunitense si può notare che tale processo è stato criticato poiché crea una vera e propria barriera all'ingresso del mercato delle agenzie di rating. La severità normativa è intervenuta alla luce dei numerosi scandali e delle crisi che si sono verificate nei mercati mondiali, in particolare in quello statunitense: non tutte però sono da considerare negative.

Sono vietati i casi in cui la NRSRO si trovi ad emettere un rating nei confronti di un soggetto dal quale siano derivate più del 10% delle entrate nette percepite nell'anno precedente, denotandosi così una palese situazione di influenza economica tra destinatario del rating e NRSRO, nonché le situazioni in cui la dipendenza col destinatario del rating non intercorra con l'agenzia *in toto*, ma solo con suo un analista o un membro del personale, il quale si trovi a predisporre o approvare un rating relativo ad un'impresa verso la quale egli stesso vanta degli interessi personali di vario genere o presso la quale ricopra incarichi di natura dirigenziale.

La SEC ha emanato alcune nuove *rules*³⁷, perseguendo la finalità di accrescere la trasparenza dell'operato delle NRSRO in relazione ai

³⁷ Le nuove disposizioni, che sono state emanate a seguito del Credit Rating Agency Act del 2006, sono andate ad integrare la normativa che disciplina i mercati finanziari statunitensi disciplinando numerosi aspetti quale l'ingresso di nuove agenzie di rating nel mercato, la procedura che deve essere seguita nell'attribuzione dello stesso, regole di compliance interna all'agenzia stessa atte ad evitare ogni tipo di conflitto di interesse che si può realizzare nello svolgimento dell'attività dei dipendenti delle agenzie stesse. Vengono altresì stabiliti degli obblighi di "rendimento" delle agenzie stesse in modo tale da bilanciare l'attività di consulenza e l'attribuzione "issuer rating" con l'attività di

prodotti strutturati e di disincentivare talune pratiche integranti conflitto di interessi ritenute nocive per la stabilità dei mercati³⁸. Questa nuova disciplina fornisce la risposta a tre ordini di problematiche riscontrate dall'autorità statunitense.

Il primo problema è dato dalla difficile comprensibilità ed interpretazione dei rating, che viene percepito dal fruitore come un giudizio statico, non avendo egli nessuno strumento per verificarne anche sommariamente l'affidabilità.

Le informazioni previste dagli schemi regolamentari per i prodotti finanziari obbligazionari dovrebbero consentire all'investitore di pervenire ad un fondato giudizio circa la convenienza o meno all'acquisto (o alla vendita) del prodotto finanziario offerto o quotando.

Tuttavia, secondo una logica finanziaria, un fondato giudizio sul prodotto e sull'emittente è raggiunto solo nella misura in cui le

valutazione effettuata senza l'impulso degli enti emittenti – cd. *unsolicited rating*, affiancata ad un costante monitoraggio dei *rating* ed eventuali downgrading.

³⁸ Fondamentale appare essere la prima rule introdotta con il l'Act del 2006, la Rule 17g-1 la quale stabilisce che una NRSRO: “*would require a credit rating agency to apply to the Commission for registration as an NRSRO and, if approved, to provide updated information (when certain information provided becomes materially inaccurate) and an annual certification on proposed Form NRSRO. The credit rating agency would be required to provide information such as the classes of credit ratings for which it is applying to be registered; credit ratings performance statistics; methods for determining credit ratings; organizational structure; procedures to prevent the misuse of material non-public information; conflicts of interest; procedures to address and manage conflicts of interest; and the qualifications of its credit analysts and compliance personnel. The credit rating agency would be required to provide on a confidential basis certifications from qualified institutional buyers; a list of its largest customers; audited financial statements; and certain summary financial information*”.

informazioni fornite nel documento d'offerta consentano di calcolare il prezzo *fair* (equo) del prodotto, intendendosi con tale espressione il prezzo che ingloba tutte le informazioni conosciute dall'emittente e dal collocatore con riferimento al titolo ed all'emittente stesso; in altre parole il prezzo di equilibrio tra le utilità del venditore e dell'acquirente.

La domanda circa l'idoneità degli schemi a fornire elementi utili ad un tale sorta di valutazione si pone con più forte evidenza per quei prodotti finanziari la cui stima è particolarmente complessa, come per le obbligazioni strutturate oltre che, naturalmente, che per quanto attiene i *covered warrants*³⁹ ed i *certificates*⁴⁰. Quando, come nel caso dei

³⁹ I Covered Warrant sono strumenti finanziari che conferiscono la facoltà di acquistare (Call Covered Warrant) o di vendere (Put Covered Warrant), alla o entro la data di scadenza a seconda che si tratti rispettivamente di CW di stile europeo o americano, un'attività finanziaria (sottostante o underlying) a un prezzo prestabilito (strike price) contro il pagamento di un premio. I Covered Warrant rappresentano un'evoluzione dei tradizionali Warrant. Si tratta sostanzialmente di strumenti finanziari identici ai Warrant ma che si distinguono da questi ultimi per emittente e finalità dell'emissione, essendo collocati da soggetti diversi e indipendenti dagli emittenti dell'attività sottostante. Per quanto concerne invece le finalità, l'esigenza dell'emissione non è più quella di raccogliere capitale ma quella di far assumere al Covered Warrant un ruolo autonomo rispetto all'emittente dei titoli sottostanti. Attraverso i Covered Warrant l'investitore ha la possibilità di partecipare a un determinato trend di mercato conoscendo in anticipo la perdita massima realizzabile (corrispondente al premio pagato per l'acquisto del Covered) a fronte di un profitto potenzialmente illimitato, potendo beneficiare dell'effetto leva dello strumento. Entro la data di scadenza nel caso dei Covered Warrant di stile americano o alla data di scadenza nel caso di quelli di stile europeo, l'investitore può esercitare il diritto conferitogli dal CW, incassando un controvalore pari alla differenza, se positiva, tra il prezzo di mercato dell'attività sottostante e lo "strike price". Alternativamente l'investitore può vendere prima della scadenza il CW in Borsa (come un normale titolo azionario) per monetizzare l'eventuale profitto.

prodotti strutturati, infatti, sia presente una variabile aleatoria circa il pagamento degli interessi, premi o sulla restituzione del capitale a scadenza, la valutazione non può prescindere dall'intima asseverazione di un parametro condiviso di confronto, sulla base del quale valutare la convenienza o meno all'acquisto del prodotto finanziario.

Ciò premesso è di tutta evidenza che gli schemi regolamentari lasciano all'emittente su base meramente volontaria, l'eventuale spiegazione del meccanismo di funzionamento e di valutazione del prodotto nella parte esemplificazioni, e che quindi gran parte della informazione "pesante" circa la valutazione dei titoli non trova un riscontro regolamentare obbligatorio.

Un secondo problema affrontato riguarda alcune condotte di conflitto di interessi che, non essendo esplicitamente disciplinate, rischiano di sfuggire alle sanzioni e che ora invece sono oggetto di un espresso divieto⁴¹. È quindi vietato all'agenzia di emettere un rating su

⁴⁰ Sono strumenti finanziari che permettono di investire in modo semplice ed efficiente in un indice, diversificando in un paniere di titoli. La strategia di portafoglio cui si ispirano mira a replicare la performance di un indice pubblico (relativo ad un Paese, un'area, un settore). Sono titoli cartolarizzati che hanno una scadenza, alla cui data viene liquidato il valore dell'indice sottostante moltiplicato per il multiplo (che indica quanta parte dell'indice viene controllata tramite un Benchmark/Certificato; generalmente è 1:10, 1:100, 1:1000). Tecnicamente, il Benchmark è una call con strike zero e scadenza particolarmente lunga; caratteristiche che rendono questo strumento privo di effetto leva e insensibile al trascorrere del tempo ed alle variazioni di volatilità; fattori invece cruciali nella determinazione del prezzo di un covered warrant classico.

⁴¹ La soluzione americana adottata per regolamentare il conflitto di interesse è ben descritta all'interno della *rule* 17g-5 rubricata "*Conflicts of Interest*" nella quale vengono indicate una serie di condotte che possono configurare un potenziale conflitto da parte dei

un soggetto a favore del quale aveva già prestato consulenza in materia legale, finanziaria, di organizzazione degli *asset* o sulla struttura di *governance*. Oltre alle pressioni che possono essere esercitate mediante l'offerta di questi servizi di consulenza accessori, appare evidente come l'agenzia in questo caso si trovi nella situazione paradossale di esprimere un giudizio sul prodotto del proprio lavoro, che difficilmente sarà valutato in maniera inflessibile e severa.

Un'altra ipotesi proibita concerne specificamente la remunerazione dell'agenzia: è vietato infatti che il rating sia emesso o approvato dalla stessa persona che ha partecipato alla negoziazione del compenso spettante all'agenzia.

Viene così posta in evidenza la fonte del potere e delle ricche entrate delle agenzie, dal momento che emerge come una parte assai considerevole della regolazione finanziaria americana sia stata basata per anni sull'affidamento incondizionato al sistema dei rating, nonostante la sua frequente incapacità di associare con certezza un realistico profilo di rischio al singolo strumento finanziario negoziato.

4.2 La risposta europea

soggetti che svolgono un'attività lavorativa alle dipendenze della agenzie di rating. Vengono elencati una serie di principi di lealtà e trasparenza comportamentali collegati a precise indicazioni a cui la NRSRO deve attenersi.

Le agenzie, a seguito dei numerosi scandali mondiali, sono state sottoposte al vaglio delle istituzioni europee. Nel 2004 il parlamento europeo adottò una risoluzione sulle agenzie di rating, sottoponendo alla Commissione europea la necessità dell'adozione di alcuni provvedimenti legislativi⁴².

Risulta molto importante, alla luce dell'analisi portata avanti in questa sede, analizzare il regolamento n. 1060 del 7 dicembre 2009⁴³ della Comunità europea, successivamente recepito con legge comunitaria⁴⁴.

Tale regolamento è volto a creare un quadro per le attività delle agenzie di rating del credito al fine di tutelare gli investitori e i mercati finanziari europei dal rischio di pratiche sbagliate: vengono fissate le

⁴² Successivamente, a seguito del dibattito del 2 giugno 2010, 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.

⁴³ Il Regolamento (CE) n. 1060/2009 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16.9.2009, ha come scopo principale quello di tutelare la stabilità dei mercati finanziari e gli investitori all'interno dell'Unione europea. Esso detta la disciplina in materia di agenzie di rating del credito fissando le condizioni di emissione dei rating nonché le norme relative alla registrazione e alla vigilanza delle agenzie medesime ed è volto a creare un quadro per lo svolgimento delle attività di rating al fine di tutelare gli investitori e i mercati finanziari europei dal rischio di pratiche sbagliate.

condizioni di emissione dei rating di credito nonché le norme relative alla registrazione e alla vigilanza delle agenzie di rating del credito.

Il regolamento n. 1060/09 ha ad oggetto le agenzie di rating del credito che hanno sede negli Stati membri e sono utilizzate dagli investitori, dai mutuatari, dagli emittenti e dai governi come elementi che contribuiscono alla formazione di decisioni informate in materia di investimenti e di finanziamenti. Possono essere utilizzati come riferimento per il calcolo dei requisiti patrimoniali a fini di solvibilità o per il calcolo dei rischi nella loro attività di investimento da parte di: enti creditizi; imprese di investimento; imprese di assicurazione non vita; imprese di assicurazione vita; imprese di riassicurazione; organismi di investimento collettivo in valori mobiliari; enti pensionistici aziendali o professionali⁴⁵.

Con decreto emanato successivamente alla legge comunitaria⁴⁶, viene attribuita alla Consob potere di vigilanza sulle agenzie di rating che

⁴⁵ Il rating di credito è la valutazione di affidabilità effettuata utilizzando una procedura, denominata rating, che può coinvolgere uno Stato, un'impresa o un'emissione finanziaria. Il regolamento comunitario adottato nel 2009 introduce un sistema di vigilanza sulle agenzie di rating che assicura la cooperazione e la convergenza tra le autorità nazionali facendo leva su due dispositivi. Il primo costituito dai collegi delle autorità degli Stati membri con il compito di registrare le agenzie di rating e vigilare sulle loro attività; il secondo rappresentato dai poteri di decisione riconosciuti all'autorità dello Stato membro di origine dell'agenzia.

⁴⁶ Con il decreto legislativo n. 176 del 5 ottobre 2010 è stato recepito il regolamento CE n. 1060/09 in materia di agenzie di rating: l'importanza di tale decreto risiede nel fatto di attribuire alla Consob la competenza necessaria all'applicazione delle disposizioni contenute nel regolamento

operano in Italia, lavorando a stretto contatto con altre realtà ed autorità di vigilanza⁴⁷.

Questo anche nell'ottica a livello continentale che prevede la nascita di nuove authority a livello europeo.

5. Il tema del conflitto di interesse

I risparmiatori sono terzi estranei al rapporto contrattuale che vincola l'emittente e l'agenzia di rating, di conseguenza per accertare una eventuale responsabilità dell'agenzia si deve far riferimento all'art. 2043 c.c.⁴⁸

comunitario. Importante, inoltre, è il ruolo di collaborazione delle autorità che devono svolgere un ruolo di controllo nei vari settori dei mercati finanziari: “Art. 4-bis. Individuazione dell'autorità competente ai fini del regolamento (CE) n. 1060/2009, relativo alle agenzie di rating del credito - 1. La Consob e' l'autorità competente ai fini dell'applicazione delle disposizioni del regolamento (CE) n. 1060/2009 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 settembre 2009, relativo alle agenzie di rating del credito. A tale fine la Consob svolge i compiti indicati dal predetto regolamento, esercita i poteri e adotta le misure di vigilanza previsti dagli articoli 23, 24 e 25 del medesimo regolamento. 2. Ai fini dell'esercizio delle rispettive competenze, la Consob, la Banca d'Italia, l'Isvap e la Commissione di vigilanza sui fondi pensione, anche sulla base di appositi protocolli d'intesa, collaborano tra loro e si scambiano informazioni riguardanti le agenzie di cui al comma 1 e l'utilizzo dei rating a fini regolamentari da parte dei soggetti indicati dall'articolo 4, paragrafo 1, del regolamento di cui al comma 1, vigilati dalle predette autorità.”.

⁴⁷ Si veda in merito “Sulle agenzie di rating le sanzioni della Consob” tratto dal Sole24ore del 18 settembre 2010.

⁴⁸ La situazione che si delinea, in virtù del dettato di cui all'art. 2043 c.c., riguarda la condotta tenuta dall'agenzia di rating nell'effettuare, in primo luogo, una corretta valutazione e attribuzione del rating e, in secondo luogo, nel monitorare l'ente o lo strumento finanziario oggetto del rating nel caso in cui questo debba essere rivisto (cd. *downgrading*). Nel caso in cui questa condotta non venga tenuta in modo corretto e adeguato, l'investitore baserà la propria scelta – tra i vari fattori che terrà in considerazione

La fattispecie di responsabilità non muta nemmeno nell'ipotesi, meno frequente, in cui il rating non sia stato richiesto dall'emittente, ma sia stato assegnato su iniziativa dell'agenzia, al di fuori di qualsiasi incarico: anche in questo caso non sussiste alcun vincolo contrattuale tra chi ha emesso il rating e chi lamenta il pregiudizio.

In tal modo, dovendosi seguire le regole della responsabilità extracontrattuale, si pone, in primo luogo, il problema di verificare la sussistenza di un danno ingiusto. Al riguardo, si deve sottolineare che l'investitore – che invoca la responsabilità dell'agenzia per aver rilasciato un rating assolutamente inadeguato rispetto alla situazione economica dell'emittente – lamenta la lesione della propria libertà contrattuale; in altre parole, sostiene che l'agenzia, con l'emanazione di un rating errato, ha interferito nell'attività negoziale ed ha alterato la propria volontà, in quanto egli confidava nella correttezza del giudizio emesso dall'agenzia e di conseguenza nella solvibilità dell'emittente.

In secondo luogo si deve riuscire a dimostrare il nesso causale tra il rating attribuito dall'agenzia ed il danno subito dall'investitore: questo

- sul rating emesso dall'agenzia. L'evento danno che si verificherà, in caso di default dell'emittente, è la perdita dell'investimento da parte del risparmiatore. La condotta tenuta dall'agenzia di rating è da imputarsi a livello di colpa come inosservanza di quelle regole di giudizio che avrebbero consentito un corretto monitoraggio del titolo/ente a cui è stato attribuito un determinato rating.

rappresenta il nodo fondamentale – in sede contenziosa – per riuscire a dimostrare la responsabilità dell’agenzia nella valutazione.

La gran parte della giurisprudenza dei tribunali di merito ruota intorno alla responsabilità degli intermediari finanziari in relazione allo svolgimento della loro attività e dell’adempimento ai doveri di correttezza nei confronti dell’investitore non professionale⁴⁹.

La tutela nei confronti dell’investitore che si rapporta con l’intermediario finanziario è alla base della normativa del d.lgs. 58/98 e

⁴⁹ Numerose sono le pronunce della giurisprudenza in merito alla responsabilità degli intermediari finanziari, sempre focalizzate sul rispetto degli obblighi contrattuali, di trasparenza e di adeguatezza informativa: *“L’intermediario finanziario, in qualità di operatore qualificato, ha il preciso obbligo di segnalare al risparmiatore in modo non generico ed approssimativo, la natura dell’investimento alla stregua della valutazione operata dalle maggiori agenzie di rating, trattandosi di un dato che costituisce fattore idoneo ad influenzare in modo rilevante il processo decisionale dell’investitore e che la banca è comunque obbligata ad acquisire”* Tribunale Catania, 05/05/2006; *“Non può porre in essere una decisione consapevole l’investitore al quale vengano taciute informazioni quali la destinazione dei prodotti negoziati a soggetti istituzionali, l’assenza di prospetto informativo e di rating nonché i dati (che l’intermediario aveva il dovere di acquisire e conoscere) sulla situazione di indebitamento dell’emittente”* - Tribunale Cagliari, 02/01/2006, n. 43; *“In tema di contratti di intermediazione finanziaria, al fine di escludere la responsabilità solidale dell’intermediario per gli eventuali danni arrecati ai terzi nello svolgimento delle incombenze affidate ai promotori finanziari, non è sufficiente la mera consapevolezza da parte dell’investitore della violazione da parte del promotore delle regole di comportamento poste a tutela dei risparmiatori, ma occorre che i rapporti tra promotore ed investitore presentino connotati di anomalia, se non addirittura di connivenza o di collusione in funzione elusiva della disciplina legale. Incombe all’investitore l’onere di provare l’illiceità della condotta del promotore, mentre spetta all’intermediario quello di provare che l’illecito sia stato consapevolmente agevolato in qualche misura dall’investitore.”* Cass. Civile, sez. I, sent. n. 6708/2010. Tuttavia, alla luce di queste pronunce giurisprudenziali, non si ravvisano episodi di responsabilità extracontrattuale tra l’investitore ed un soggetto terzo, che non sia l’intermediario finanziario al quale il risparmiatore si è rivolto per una determinata operazione.

del d.lgs. n. 385/93 e di tutta la successiva disciplina, rimanendo sempre nell'ambito del rapporto contrattuale tra le parti⁵⁰.

Considerando che sono numerosi i fattori che incidono sulla scelta di un soggetto di investire o meno in un determinato prodotto finanziario e che il giudizio espresso dall'agenzia di rating si inserisce in una gamma di elementi che l'investitore terrà in considerazione, fondare un'azione di responsabilità extracontrattuale nei confronti dell'agenzia risulterà essere particolarmente complessa.

L'ordinamento giuridico esprime una tutela particolarmente forte per l'interesse degli investitori a ricevere informazioni obiettive ed affidabili; si consideri, altresì, che tanto più l'interesse degli investitori è tutelato, tanto più aumenta la fiducia degli stessi nel mercato finanziario, così che la corretta circolazione delle informazioni appare indispensabile non solo per la tutela dei risparmiatori ma anche per un corretto funzionamento del mercato.

⁵⁰ Sul riparto dell'onere probatorio in materia di responsabilità contrattuale degli intermediari finanziari: *“In materia di contratti di intermediazione finanziaria, allorché risulti necessario accertare la responsabilità contrattuale per danni subiti dall'investitore, va accertato se l'intermediario abbia diligentemente adempiuto alle obbligazioni scaturenti dal contratto di negoziazione nonché, in ogni caso, a tutte quelle obbligazioni specificamente poste a suo carico dal d.lg. 24 febbraio 1998 n. 58 (T.U.F.) e prima ancora dal d.lg. 23 luglio 1996 n. 415, nonché dalla normativa secondaria, risultando, quindi, così disciplinato, il riparto dell'onere della prova: l'investitore deve allegare l'inadempimento delle citate obbligazioni da parte dell'intermediario, nonché fornire la prova del danno e del nesso di causalità fra questo e l'inadempimento, anche sulla base di prescrizioni; l'intermediario, a sua volta, deve provare l'avvenuto adempimento delle specifiche obbligazioni poste a suo carico, allegate come inadempite dalla controparte, e, sotto il*

5.1 Il pregiudizio subito dell'investitore

Si tratta quindi di valutare l'affidamento fatto dall'investitore sulla corretta valutazione dell'agenzia di rating su un determinato emittente, valutandone la solvibilità o meno, e considerando il danno subito dall'investitore ingiusto o meno alla luce dell'attività svolta dall'agenzia.

Si viene a creare una contrapposizione di interessi tra la manifestazione di pensiero e la tutela al risparmio dell'investitore costituzionalmente garantita⁵¹.

In altre parole, si tratta di accertare se nel nostro ordinamento, vi siano indici che portano a ritenere che l'affidamento incolpevole del risparmiatore nella veridicità e correttezza delle informazioni rese da un

profilo soggettivo, di avere agito «con la specifica diligenza richiesta» ([Cassazione civile, sez. I, 17/02/2009, n. 3773](#)).

⁵¹ Si deve operare, così, un giudizio di bilanciamento tra gli interessi contrapposti e tale giudizio deve essere condotto alla luce dell'insegnamento della Sez. Un. civ. 500/1999: per accertare l'ingiustizia del danno, l'operatore deve procedere ad un "*giudizio di comparazione degli interessi in conflitto, e cioè dell'interesse effettivo del soggetto che si afferma danneggiato, e dell'interesse che il comportamento lesivo dell'autore del fatto è volto a perseguire, al fine di accertare se il sacrificio dell'interesse del soggetto danneggiato trovi o meno giustificazione nella realizzazione del contrapposto interesse dell'autore della condotta, in ragione della sua prevalenza*". In "*Il rating e la circolazione del prodotto finanziario: profili di responsabilità*", Resp. civ. e prev. 2007, 04, 0912, di Giovanni Facci. Questa sentenza della Suprema Corte risulta essere una delle poche che pone in evidenza il problema della contrapposizione di interessi da il risparmio, come diritto costituzionalmente tutelato, e l'attività svolta dall'agenzia di rating.

soggetto affidabile quale l'agenzia di rating sia particolarmente tutelato oppure se sia destinato a soccombere davanti alla tutela riconosciuta alla libertà di informazione.

A tal proposito, si deve rilevare che, se la condotta del terzo che ha diffuso le informazioni errate è caratterizzata dall'elemento soggettivo del dolo, è indubbio che il danno sia ingiusto: il risarcimento del danno extracontrattuale potrà essere richiesto senza limiti al terzo autore del dolo; inoltre, l'azione nei confronti del terzo è esperibile anche se il contratto non viene annullato ed anche se lo stesso non può essere annullato, perché manca la conoscenza del raggio del terzo da parte del contraente che ne ha tratto vantaggio.

A prescindere dall'esistenza del dolo – che nell'ambito dell'illecito extracontrattuale non è soltanto un criterio di imputazione della responsabilità ma incide anche sulla stessa qualificazione di ingiustizia del danno – si può sottolineare che anche se è incerto che nel nostro sistema sussista un diritto del singolo all'esattezza dell'informazione altrui, tuttavia, in caso di lesione della libertà contrattuale per false informazioni, si tende a tutelare l'affidamento del terzo, allorché l'informazione provenga da un soggetto che riveste uno *status* tale da ingenerare un particolare affidamento nella serietà e veridicità dell'informazione resa.

Si tenga presente, comunque, che la giurisprudenza è solita affermare la sussistenza un obbligo fornire informazioni esatte per chi svolge professionalmente o istituzionalmente attività raccolta e diffusione informazioni carattere economico e già questo potrebbe essere un indice da cui desumere la prevalenza dell'interesse del risparmiatore⁵².

5.2 Il nesso causale tra il rating e l'investimento

La questione ruota, quindi, intorno alla nesso di causalità tra l'errata valutazione dell'agenzia sulla solvibilità dell'emittente e il pregiudizio subito dall'investitore. Grava su quest'ultimo dimostrare che se la valutazione dell'agenzia fosse stata corretta allora sarebbe stato disincentivato dall'acquisto dei titoli dell'emittente⁵³.

Nel caso di specie, pertanto – pur vertendo in tema di responsabilità extracontrattuale in cui spetta al danneggiato l'onere di

⁵² Cass. civ., 6 gennaio 1984, n. 94, in *Giust. civ. Mass.*, 1984, 1, secondo la quale "sussiste a carico di un'organizzazione che svolge il compito di fornire informazioni commerciali la responsabilità per danni cagionati a terzi, ex art. 2043, qualora, pur senza formulare apprezzamenti o giudizi negativi sulla moralità della persona (fisica o giuridica) sulla quale fornisce le informazioni stesse, riferisca una situazione non corrispondente al vero, costituendo la divergenza tra la situazione reale e quella risultante dall'informazione una violazione delle comuni norme di prudenza e di diligenza occorrenti nella ricerca della fonte dell'informazione". In questo caso si evidenzia il dolo del soggetto terzo nel non aver condotto approfondite indagini per ottenere una valutazione completa e, di conseguenza, fornire un giudizio idoneo.

⁵³ L'onere probatorio è il medesimo che incombe sull'investitore allorché lamenti la responsabilità dell'intermediario per violazione degli obblighi informativi: anche in questa ipotesi – ai fini del sorgere della responsabilità – l'investitore deve dimostrare che una informazione corretta lo avrebbe dissuaso dal compiere l'operazione ovvero lo avrebbe condotto ad una scelta di investimento diversa.

provare il rapporto tra la condotta del danneggiante ed il pregiudizio lamentato – può ritenersi *in re ipsa* il nesso di causalità tra l'emissione di un *rating* positivo, l'investimento effettuato ed il danno subito dal risparmiatore, in conseguenza dell'insolvenza dell'emittente⁵⁴.

Diviene, così, onere dell'agenzia convenuta fornire la prova dell'esistenza di fatti idonei ad interrompere il nesso causale, al fine di dimostrare che la valutazione positiva fornita dall'agenzia non ha influito sulla scelta dell'investitore, come, ad esempio, nel caso in cui risulti che nel portafoglio di quest'ultimo vi erano numerosi titoli appartenenti alla c.d. categoria "*speculative grade*".

6. Conclusioni

Il tema del conflitto di interesse e la responsabilità che ne deriva per le agenzie di rating si colloca all'interno di un quadro generale del panorama dei mercati finanziari. È innegabile il ruolo centrale che svolgono le agenzie non solo per gli enti emittenti strumenti finanziari ma anche per le economie mondiali e per gli investitori istituzionali e

⁵⁴ È evidente, in ogni caso, che l'investitore potrà assolvere al proprio onere probatorio mediante presunzioni a norma dell'art. 2727 c.c.; in particolare, nel caso di insolvenza dell'emittente nonostante il rating positivo, l'attore potrà assumere come "normale e corrispondente a regolarità causale", che non avrebbe acquistato i titoli, se non vi fosse stata l'erronea valutazione sulla solvibilità dell'emittente.

non: Il rating è uno strumento fondamentale che ha una pesante influenza su scelte economiche di importanza rilevante⁵⁵.

La trasparenza informativa è un punto cruciale delle trattative economiche in tutti i settori e, in particolar modo, in quello finanziario dove sono coinvolti una pluralità di interessi: le agenzie di rating vengono spesso viste come “bilance” della asimmetria informativa presente nei mercati economici⁵⁶.

Le dinamiche che portano un’agenzia di rating ad attribuire una determinata valutazione sono improntate ad una trasparenza ed una chiarezza operativa nei confronti degli investitori e degli emittenti stessi: negli ultimi anni le maggiori agenzie globali pubblicano le proprie procedure e metodologie per garantire una trasparenza maggiore.

⁵⁵ Le agenzie di rating del credito formulano pareri sull’affidabilità creditizia di imprese, governi e prodotti finanziari sofisticati. Esse hanno contribuito in modo significativo alla crisi finanziaria in quanto hanno sottostimato il rischio di mancato pagamento dei debiti da parte degli emittenti di alcuni strumenti finanziari particolarmente complessi.

⁵⁶ È pertanto essenziale che le agenzie di rating creditizio operino nel rispetto dei principi di integrità, trasparenza, responsabilità e buon governo, affinché i rating utilizzati nella Comunità emessi da tali agenzie siano indipendenti, oggettivi e di qualità adeguata.

Nel 2004 lo IOSCO⁵⁷ ha messo a punto il codice dei principi di condotta per le agenzie (*Code of Conduct Fundamentals for the Credit Rating Agencies*). Il codice fornisce all'industria del rating una struttura di autoregolamentazione accettata a livello internazionale, ma non tratta di questioni importanti come il riconoscimento ufficiale da parte della regolamentazione e della responsabilità delle agenzie. I passi successivi sono stati il *Credit Rating Agency Reform Act* del 2006 e l'innovazione dal 2008 del procedimento di accreditamento presso la SEC delle nuove agenzie che si affacciano sul mercato. In ambito comunitario assume rilevanza fondamentale il recente regolamento n. 1090/09⁵⁸ che

⁵⁷ *The International Organization of Securities Commission*: The member agencies currently assembled together in the International Organization of Securities Commissions have resolved, through its permanent structures: to cooperate in developing, implementing and promoting adherence to internationally recognised and consistent standards of regulation, oversight and enforcement in order to protect investors, maintain fair, efficient and transparent markets, and seek to address systemic risks; to enhance investor protection and promote investor confidence in the integrity of securities markets, through strengthened information exchange and cooperation in enforcement against misconduct and in supervision of markets and market intermediaries; and to exchange information at both global and regional levels on their respective experiences in order to assist the development of markets, strengthen market infrastructure and implement appropriate regulation.

⁵⁸ Fondamentale a riguardo è capire cosa ha spinto la Comunità Europea ad emanare tale regolamento; come si legge nel punto n. 75 delle premesse “*Poiché l’obiettivo del presente regolamento, vale a dire garantire un livello elevato di protezione dei consumatori e degli investitori fissando un quadro comune in materia di qualità dei rating emessi nel mercato interno, non può essere realizzato in misura sufficiente dagli Stati membri e può dunque, a causa dell’attuale scarsità della legislazione nazionale e del fatto che la maggioranza delle agenzie di rating del credito esistenti sono stabilite al di fuori della Comunità, essere realizzato meglio a livello comunitario [...]*”. Alla luce delle recenti crisi economico – finanziarie che hanno coinvolto i mercati globali e, di riflesso, il contesto europeo, l’obiettivo è quello di garantire un sistema trasparente, con precise disposizioni normative e con organi di vigilanza dotati di poteri sanzionatori.

istituisce una regolamentazione ed un potere ispettivo sulle agenzie di rating che operano sul territorio europeo⁵⁹.

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 la diffusione di un numero rilevante ma non eccessivo di agenzie di rating. Non si deve sconfinare nel “*rating shopping*” da parte degli enti emittenti alla ricerca dell’attribuzione del rating più conveniente ma è altresì fondamentale non ricadere in quello che è – ad oggi – un effettivo oligopolio delle tre agenzie globali più importanti: Standard & Poor’s, Fitch e Moody’s.

Per ottenere un risultato del genere si deve confidare in una corretta regolamentazione nell’accesso ai vari mercati che bilanci un sistema selettivo di ingresso con la necessità di permettere al mercato di

⁵⁹ Rilevano, ai fini della presente analisi, gli artt. 22, 23, 24, 25, 36 e 40 del Regolamento 1060/09, disposizioni che dettano regole relative alla designazione, da parte di ciascuno Stato membro, di un’autorità competente ai fini del Regolamento (art. 22) e ai suoi poteri (art. 23); all’adozione di misure di vigilanza sia da parte delle autorità competenti dello Stato membro di origine (art. 24), sia da parte delle autorità competenti diverse dall’autorità competente dello Stato membro di origine (art. 25); all’adozione di sanzioni che gli Stati membri dovranno stabilire in caso di violazione delle disposizioni del Regolamento (art. 36). Infine, l’art. 40 contiene una disposizione transitoria.

svilupparsi per creare una concorrenza “sana” che possa portare benefici agli utenti finali, quali gli investitori⁶⁰.

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. 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, vengono garantite delle dinamiche procedurali che separano coloro che svolgono l’attività di consulenza da coloro che successivamente dovranno attribuire un determinato rating.

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 di rating in cui un determinato ente emittente abbia una partecipazione superiore ad una soglia percentuale prestabilita.

⁶⁰ Condizione essenziale per l'emissione di rating di credito è che l'attività medesima non venga influenzata da alcun conflitto di interesse o relazione d'affari. A tal fine, le agenzie di rating sono soggette a requisiti organizzativi e operativi particolari.

È necessario, inoltre, un importante intervento da parte dei principali mercati mondiali (Stati Uniti, Cina, Paesi Arabi e la Comunità Europea) al fine di creare un unico organismo di controllo con precise regole che possano garantire un mercato con una trasparente operatività.

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 e di downgrading degli strumenti finanziari e dei loro enti emittenti; poter disporre di un forte potere sanzionatorio in caso di violazione delle norme poste a tutela degli investitori e risparmiatori; creare un organo che possa risolvere le controversie che insorgono a seguito di violazione delle suddette norme regolatrici.

Bibliografia

“Crisi dei mercati finanziari, vigilanza, regolamentazione” di Domenico Siclari, Riv. trim. dir. pubbl., 2009, 01, 0045

“La trasparenza nei servizi bancari di investimento” di Vincenzo Calandra Buonauro, Giur. comm., 2008, 02, 0220

“I prodotti di un sistema finanziario evoluto. Quali regole per le banche?” (Riflessioni a margine della crisi causata dai mutui sub-prime) di Francesco Capriglione, Banca borsa tit. cred., 2008, 01, 0020

“Brevi note sulla vexata quaestio dei bonds argentini” di Mirella Pellegrini, Banca borsa tit. cred. 2005, 06, 0679

“Tutela dei risparmiatori e responsabilità del promotore finanziario, del soggetto abilitato e della Consob” di Fernando Greco, Resp. civ. e prev., 2005, 4-5, 0974

“Corporate goernance, sistema dei controlli e intermediari reputazionali negli Stati Uniti d’America dopo il caso Enron” Stefano Cacchi Pessani, Giur. comm., 2003, 06, 0746

“Mezzi e fini della nuova regolazione finanziaria” di Gaetano Presti, Banca borsa tit. cred., 2010, 02, 0208

“L’intermediazione finanziaria fra tutela del mercato, legislazione consumeristica e orientamenti giurisprudenziali” di Michele Guernelli, Giur. comm., 2009, 02, 0360

“La regolazione delle agenzie di rating tra tentativi incompiuti e prospettive future” di Federico Parmeggiani, Giur. comm., 2010, 01, 0121

“Il rating e la circolazione del prodotto finanziario: profili di responsabilità” di Giovanni Facci, Resp. civ. e prev. 2007, 04, 0912

“Completezza, coerenza e comprensibilità del prospetto informativo per l’offerta di obbligazioni bancarie” di Enea Franza e Ferdinando Bruno, Giur. comm., 2010, 03, 0464

“Note sui derivati creditizi: market failure o regulation failure?” di Eugenio Barcellona, Banca borsa tit. cred., 2009, 06, 0652

“Le agenzie di rating” di Giovanni Ferri e Punziana Lacitignola, Il Mulino, 2009

“Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets” United States Securities and Exchange Commission, Jan. 24, 2003, www.sec.gov/news/studies/credratingreport0103.pdf

“Le agenzie di rating: dalla protezione alla regolazione” di G. Presti in *I nuovi equilibri mondiali: imprese, banche, risparmiatori*, Milano 2009.

“Rafforzare la solidità dei mercati e degli intermediari” rapporto del 7 aprile 2008, Financial Stability Forum, www.financialstabilityboard.org

“Evoluzione normativa ed individuazione delle problematiche giuridiche dell’ordinamento finanziario” di F. Capriglione, in *Diritto delle banche, degli intermediari finanziari e dei mercati*, 2003

“Containing Systemic Risk and Restoring Financial Soudness”, Fondo Monetario Internazionale, aprile 2008, www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2008/01/index.htm

“Il rating e la circolazione del prodotto finanziario: profili di responsabilità” di V. Facci, in *Resp. Civ. prev.*, 2007, 4

“Diritto Civile e Commerciale” V. Galgano, Padova, Cedam 2004