

## Rilevanze pubblicistiche dell'attività di rating finanziario\*

*“Bisognerebbe imparare a vivere senza le agenzie di rating o quanto meno imparare a fare meno affidamento sui loro giudizi”*  
(Mario Draghi)

**1.** Com'è noto il *rating* è un'opinione tecnicamente qualificata, diffusa nei circuiti informativi, sulla solvibilità di un debitore, privato o pubblico; vale a dire sulla capacità di pagare alle scadenze stabilite gli interessi e restituire il capitale. Il *rating* può essere riferito alla solvibilità complessiva del debitore, ma più di frequente è riferito a strumenti finanziari da esso emessi<sup>1</sup>; può essere richiesto (e pagato) o non richiesto dal soggetto valutato.

Negli studi di *law & economics*<sup>2</sup> il rating è considerato uno degli strumenti per ridurre le asimmetrie informative che caratterizzano gli attuali mercati finanziari “sconfinati”; le società di rating sono qualificate intermediari informativi (più specificamente: *reputational intermediaries*) e – con riguardo ai mercati finanziari – propagatori di fiducia sistematica<sup>3</sup> soprattutto in relazione al fatto che i loro giudizi, ripetuti nel tempo, svolgono – nel linguaggio degli economisti – una funzione “regolamentare”.

---

\* Testo aggiornato di una relazione tenuta al Convegno “Le agenzie di rating”, organizzato dall'Università di Salerno, dalla Fondazione Buonocore e dalla rivista Giurisprudenza Commerciale l'8-9 novembre 2012. Il lavoro è dedicato al ricordo di Franco Belli, interprete critico del diritto dell'economia.

<sup>1</sup> FERRI e LACITIGNOLA, *Concorrenza e agenzie di rating* relazione al Convegno *Il Rating: mito, realtà, narrazioni*, Venezia 10 ottobre 2012; *Le agenzie di rating*, Bologna 2009.

<sup>2</sup> v. da ultimo AMMANNATI, *Mercati finanziari, società di rating autorità e organismi di certificazione in Amministrazione in cammino*, 2012, p. 1 ss. ([www.amministrazione.incammino.luiss.it](http://www.amministrazione.incammino.luiss.it)) e in *Riv. dir. al.* ([www.rivistadirittoalimentare.it](http://www.rivistadirittoalimentare.it)) 2012, p. 1, e TROISI, *Le agenzie di rating. Regime disciplinare e profili evolutivi*, Padova, 2013.

<sup>3</sup> v. per tutti AKERLOF, SHILLER, *Spiriti animali*, Milano, 2009, p. 25 ss.

Si è fatto ricorso alle virgolette perché in economia finanziaria la locuzione ha un significato molto diverso da quello giuridico: oltre a quella informativa il *rating* ha anche un'altra essenziale funzione, quella di monitorare nel tempo il rispetto, da parte del debitore o emittente valutato, delle *regole tecniche* di corretta gestione economico-finanziaria; tale “regolarità” è infatti indispensabile ai fini del pagamento degli interessi e della restituzione del capitale.

La buona qualità della valutazione iniziale e del monitoraggio nel tempo, è essenziale per più motivi: perché il costo dei capitali, che un emittente vuole attrarre, è correlato al livello del suo *rating*; perché le valutazioni diffuse nei circuiti informativi condizionano le decisioni di investimento dei risparmiatori ed, infine, perché al *rating* assegnato ad un emittente può essere attribuita anche una valenza regolatoria – questa volta in senso propriamente giuridico – quando una disposizione di fonte pubblica gli attribuisce una qualche efficacia ai fini del trattamento cui sono sottoposti gli strumenti finanziari emessi dal soggetto valutato.

La funzione “regolatrice” – in senso economico – svolta dalla valutazione iniziale e dal monitoraggio diacronico della permanenza, o diminuzione, dei requisiti indispensabili a conseguire un rating positivo ed a conservarlo successivamente, può essere descritta come una sorta di attestazione di qualità finanziaria (e, a seconda dei casi, dell'aumento o decremento della qualità stessa).

Tale potestà di “attestazione” attribuisce alle maggiori società di *rating* un notevole *potere di mercato*<sup>4</sup>, che assume rilevanza nei rapporti contrattuali interprivati, perché costituisce una sorta di “a priori”, che viene assunto dalle parti nella modulazione delle clausole dei vari tipi di contratti finanziari.

Il valore reputazionale (*reputation value*) che gli emittenti ottengono per essersi sottoposti a *rating*<sup>5</sup>, e con esito positivo, è dunque un bene economico che le società vendono ai loro clienti “certificandone” la qualità finanziaria e che questi fanno valere sul mercato finanziario.

È di immediata evidenza che la correttezza e completezza dei processi di formazione dei giudizi e, quindi, l'affidabilità delle società

---

<sup>4</sup> OLIVIERI, *I servizi di rating tra concorrenza e regolazione*, Relazione al Convegno di Venezia, cit.

<sup>5</sup> PIANESI, *Le agenzie di rating tra privatizzazione di funzioni pubbliche e opinioni private geneticamente modificate* in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2011, 1, p. 179 ss.

di *rating* ineriscono direttamente ad interessi generali a protezione necessaria<sup>6</sup>: l'efficienza e trasparenza dei mercati finanziari e la tutela degli investitori.

Ancor maggiore è la rilevanza dell'attività delle società di *rating* e dei giudizi prodotti quando a tali giudizi un ordinamento generale – internazionale, europeo o nazionale – attribuisce anche una forma di efficacia di tipo “pubblicistico”, nell'ambito – cioè – della regolazione in senso proprio dei mercati.

**2.** I rapidissimi riferimenti che precedono al *rating* come istituto dell'economia finanziaria<sup>7</sup> consentono di individuare i principali profili di interesse del tema nell'ottica giuspubblicistica:

I) la qualificazione, in termini di diritto dell'economia, dei *rating* espressi;

II) la disciplina delle società (o agenzie) di valutazione e la vigilanza su di esse in quanto produttrici di giudizi che condizionano i mercati finanziari e finanche la stabilità degli Stati<sup>8</sup> che emettono titoli del debito pubblico (ed il correlato problema della carenza di un mercato concorrenziale del *rating*);

III) i meccanismi mediante i quali alle valutazioni espresse dalle agenzie viene attribuita rilevanza nell'ordinamento generale e le forti criticità di tale uso dei *rating* a fini regolamentari.

Iniziamo dal profilo *sub I*.

I giudizi privati che attestano il grado di affidabilità finanziaria di soggetti economici, specie di emittenti strumenti finanziari, rientrano – in termini sistematici – nel vastissimo campo che va dalle informazioni qualificate, alle attestazioni ed alle “certificazioni” di fonte privata, sino alle “certezze” di fonte pubblica<sup>9</sup>.

---

<sup>6</sup> ROSSI, *Principi di diritto amministrativo*, Torino, 2010, p. 13. Sugli interessi v. da ultimo CLARICH, *Manuale di diritto amministrativo*, Bologna, 2013.

<sup>7</sup> V. da ultimo SZEGO e GOBBO, *Rating, mercato e regolatori «reliance» e «over-reliance» sulle agenzie di rating* in *Analisi giur. econ.* 2012, p. 335 ss. e PRESTI, *Take the «AAA» train: note introduttive sul rating*, *ibidem*, p. 258 ss.

<sup>8</sup> PORZIO, *Le agenzie di rating*, relazione al Convegno *Sistema creditizio e finanziario: problemi e prospettive* organizzato dall'Università di Siena, il 9-10 maggio 2013, in ricordo di Franco Belli.

<sup>9</sup> BENEDETTI, *Certezze pubbliche e “certezze” private. Poteri pubblici e certificazioni di mercato*, Milano, 2010, che costituisce la più completa ricognizione sistematica in tema.

In termini generali è condivisibile l'analisi di Libertini <sup>10</sup>, il quale sottolinea la peculiarità del *rating* in quanto è un servizio privato pagato dagli emittenti, ma in questa sede interessa delimitare una macrocategoria molto variegata, quella delle valutazioni tecniche a rilevanza di mercato.

L'attività di cui ci occupiamo diviene rilevante per gli ordinamenti pubblicistici, ai vari livelli, mediante il concorso di tre tipi di meccanismi:

– il *primo* è un meccanismo generale, tipico degli ordinamenti contemporanei, messo a fuoco in sede teorica da Giannini <sup>11</sup>: a fronte dell'emersione, nella realtà economica, di un'attività imprenditoriale privata (nel nostro caso: il *rating* finanziario), alla quale inerisce un interesse pubblico (nella specie: l'ordinato funzionamento dei mercati e la tutela degli investitori), un ordinamento giuridico generale la connota giuridicamente e la assoggetta ad una specifica disciplina, che prevede varie e graduate forme d'intervento dei pubblici poteri per controllarla, cioè per verificarne la conformità di svolgimento rispetto alla disciplina regolatrice. La novità, rispetto a quando scriveva Giannini, è che possono essere al contempo più ordinamenti generali a disciplinare l'attività ed a controllarla; nel caso del *rating* l'ordinamento internazionale, quello europeo e quelli nazionali;

– il *secondo* meccanismo è più specifico ed accomuna tutti i casi – sempre più diffusi nella realtà contemporanea – nei quali organismi pubblici, ma anche privati, al fine di favorire, con la diffusione di informazioni qualificate, il buon funzionamento, la *fluidità* di singoli mercati, misurano ed *attestano la qualità* di prodotti [nel nostro caso: finanziari], ma anche di organizzazioni e servizi.

Gli *organismi di attestazione* sono sempre più diffusamente di tipo privato, ma in questi casi gli ordinamenti generali, a cominciare da quello europeo, prevedono – a garanzia della serietà/attendibilità delle valutazioni – organismi e procedure che – a loro volta – *accreditano*, prima, e *controllano*, poi, l'attività dei soggetti che rilasciano le valutazioni di qualità.

Gli accreditatori/controllori possono essere pubblici o privati, ma in questo secondo caso, sono a loro volta, controllati da pubblici poteri.

---

<sup>10</sup> LIBERTINI, *Concorrenza e rating*, relazione al Convegno *Le agenzie di rating*, organizzato dall'Università di Salerno l'8-9 novembre 2012.

<sup>11</sup> *Diritto Amministrativo*, Milano, 1993, vol. II.

Sintetizzando questi primi due profili, si possono fissare due coordinate:

a) l'attività delle agenzie di *rating* è una delle tante attività private, specie imprenditoriali, assoggettate a regolazione, in relazione alla ingerenza ad esse di interessi generali;

b) essa è, in particolare, disciplinata in quanto produce valutazioni suscettibili di influenzare pesantemente i mercati finanziari; di conseguenza – l’“accreditamento” delle agenzie ed i loro comportamenti sono assoggettati a vigilanze, *lato sensu* amministrative, da parte di autorità pubbliche, le quali consentono lo svolgimento dell’attività, vigilano sull’attività stessa e – in alcuni ordinamenti – possono sanzionare le agenzie in caso di disfunzioni. Con riguardo al *rating* finanziario la vigilanza sulle agenzie è generalmente attribuita ad autorità indipendenti.

Una notazione non marginale: il tratto che accomuna le agenzie di *rating* a tutti gli altri organismi – pubblici e privati – di valutazione/attestazione è che operano, costruiscono cioè i loro giudizi, sulla base di regole tecniche o esperienziali prevalentemente di fonte privatistica<sup>12</sup>.

Sulle due basi costituite dall’essere attività non solo regolamentate, ma anche assoggettate a controllo in quanto produttrici di valutazioni che incidono su valori ed equilibri di mercato, si può innestare un *terzo tipo di meccanismo* – anch’esso tutt’altro che esclusivo delle agenzie di *rating* – quello dell’*eventuale* riconoscimento alle valutazioni degli organismi di attestazione di una valenza nell’ordinamento generale, quali presupposti o parametri ai fini del regime giuridico cui sottoporre gli operatori finanziari.

È da sottolineare – anche qui – che si tratta di un fenomeno molto diffuso nel diritto amministrativo contemporaneo. Due soli esempi: l’attestazione dell’effettuata revisione e, quindi, sicurezza degli autoveicoli, affidata alle autofficine autorizzate, alla quale è riconosciuto valore di certezza pubblica dal Codice della strada; l’attestazione della provenienza territoriale, e del rispetto dei disciplinari di produzione, rilasciata ai produttori dai consorzi privati di tutela dei vini DOC, la quale legittima l’applicazione del “regime DOC”.

Siamo, dunque, nella “galassia” dell’esternalizzazione, totale o parziale, della produzione di “certificazioni” di qualità cui è riconosciuta valenza generale.

---

<sup>12</sup> Sia consentito il rinvio ad AMOROSINO, *Il sistema di accreditamento degli organismi privati di certificazione in Diritto dell'economia pubblico e privato*, Roma, 2012.

Come sintetizza Pianesi<sup>13</sup> – uno dei primi ad occuparsi in un’ottica pubblicistica del tema – “È quanto avviene nel caso del rating del credito, in cui s’incontrano un’attività privata svolta da soggetti privati con finalità lucrativa e una regolazione pubblica che attribuisce agli esiti di questa una valenza pubblicistica idonea a incidere in misura rilevante sui mercati, sulle operazioni che vi vengono effettuate e sui soggetti che vi operano”.

Quali effetti determina l’ammissione sul mercato ed il conseguente “accreditamento” come valutatori qualificati delle società di *rating*?

Ci si è chiesti se tale accreditamento non comporti la creazione di una sorta di *autorità spurie*, di fatto, perché i loro giudizi sono “riconosciuti” come tecnicamente affidabili.

È un effetto pericoloso perché sul piano sostanziale è notorio<sup>14</sup> il rapporto simbiotico, il vistoso conflitto di interessi tra le banche d’investimento che organizzano le emissioni di titoli, spesso tossici, e le agenzie di *rating*, che formulano i giudizi su di essi; connubio ch’è all’origine di gravissime disfunzioni.

Un breve corollario, per delimitare la fattispecie: taluno<sup>15</sup> accomuna nella definizione di “valutazioni private (in materia finanziaria) ad impatto pubblico” l’*audit*, il *rating* e l’*advisory*. In realtà l’attività delle società di revisione (*audit*) è ad impatto di mercato mediato; la consulenza finanziaria (*advisory*) è ad impatto privato, in quanto resa riservatamente ad un cliente; viceversa i giudizi espressi nel *rating* hanno un impatto diretto sul mercato.

**3.** I tre tipi di meccanismi generali del diritto amministrativo contemporaneo sopra rapidamente richiamati possono essere messi a fuoco con specifico riferimento alle agenzie di *rating*.

Non ci si sofferma sul *primo*, diffusissimo nel diritto dell’economia<sup>16</sup>, che appare scarsamente caratterizzante perché si applica alle più diverse sfere di attività economiche – dai mercati finanziari, alle produzioni industriali, alle trasformazioni urbanistiche ed edilizie – tutte accomunate dall’inerenza ad esse di interessi generali primari ciò che ne legittima

---

<sup>13</sup> PIANESI, *Le agenzie*, cit.

<sup>14</sup> ONADO, *I nodi al pettine. La crisi finanziaria e le regole non scritte*, Roma-Bari 2009; e, da ultimo, GILA e MISCALI, *I signori del rating. Conflitti di interesse e relazioni pericolose delle tre agenzie più temute della finanza globale*, Torino, 2012.

<sup>15</sup> MOLLE, *Revisione, rating, analisi finanziaria: valutazioni private “ad impatto pubblico”* in *Complementi di diritto dell’economia* a cura di Giusti e Bani, Padova, 2008, p. 83 ss.

<sup>16</sup> GIANNINI, *Diritto pubblico dell’economia*, Bologna, 1995, Parte I.

la sottoposizione a controlli o, in alcuni casi, a più intensive vigilanze pubbliche<sup>17</sup>.

A venire in rilievo è invece il *secondo*: la peculiare regolazione dello svolgimento di un'attività di informazione qualificata sulla affidabilità di prodotti finanziari, e mediamente dei loro emittenti, che si concreta in un giudizio di merito formalizzato, reso da un ente privato (autorizzato a farlo sulla base di una previa verifica dei suoi requisiti da parte di un'Autorità pubblica, che per l'Europa è l'ESMA: v. oltre).

È il caso di sottolineare che nella prospettiva indicata – contrariamente a quanto si sostiene ancora da molti – quelle delle agenzie di *rating* non sono mere opinioni, libere ed insindacabili, ma sono giudizi, tecnicamente motivati, a forte incidenza sui mercati, il che comporta responsabilità civilistiche<sup>18</sup>, pubblicistiche, anche penali, in caso di comportamenti non “conformi alle regole” nell'elaborazione dei giudizi stessi<sup>19</sup>.

È noto – sotto questo profilo – che la creazione di sistemi di regole e di vigilanza in materia ha avuto un'accelerazione dopo la crisi finanziaria, ma in maniera diseguale ai vari livelli, internazionale e sub continentale (USA ed Europa).

Come ha ricordato De Bellis<sup>20</sup> la crisi finanziaria ha mostrato l'inadeguatezza dell'approccio tradizionale “che riteneva l'incentivo al mantenimento della reputazione sufficiente a bilanciare i rischi dei conflitti d'interesse”..., inoltre “gli stessi metodi utilizzati dalle agenzie per valutare i prodotti finanziari strutturati sono stati considerati inadeguati”.

A tentare di ridurre le disfunzioni strutturali<sup>21</sup> sono intervenute varie forme di *regulation* delle agenzie di *rating*.

---

<sup>17</sup> Sia consentito il rinvio ad AMOROSINO, *Tipologie e funzioni delle vigilanze pubbliche sulle attività economiche* in id. *Regolazioni pubbliche, mercati, imprese*, Torino, 2008, p. 21 ss.

<sup>18</sup> V., ad esempio, GIUDICI, *Commento alla sentenza del Tribunale di Milano 1 giugno 2011* (Parmalat Finanziaria s.p.a. e altro c/o The Mac Graw Hill Companies srl) in *Le società*, 2011, 12, p. 1444 ss.

<sup>19</sup> PICARDI, *Obblighi di comportamento e responsabilità: profili civilistici*, relazione al Convegno di Salerno *Le agenzie di rating*, e RUGGIERO, *Profilo penalistico*, relazione al medesimo Convegno.

<sup>20</sup> DE BELLIS, *La riforma della regolamentazione e della vigilanza finanziaria in Uscire dalla crisi. Politiche pubbliche e istituzioni internazionali*, a cura di Napolitano, Bologna, 2012.

<sup>21</sup> In un recente studio (2012) della BCE, *Bank rating, what determines their quality*, si rileva che “le agenzie di rating assegnano giudizi più positivi alle banche grandi e a quelle istituzioni che offrono più occasioni di alimentare il business delle agenzie stesse”.

In materia è da registrare un'*asimmetria*<sup>22</sup> tra le regolazioni (in senso ampio) a livello globale e quelle europee (ma anche statunitensi).

Le prime sono tuttora essenzialmente costituite da principi o indirizzi dettati da organismi internazionali:

- lo IOSCO – che raggruppa le autorità di regolazione dei mercati mobiliari – il quale ha adottato sin dal 2004 un codice di condotta per le agenzie, poi aggiornato nel 2008; codice che dovrebbe essere “riversato” nelle regolamentazioni tecniche nazionali dalle singole autorità di vigilanza del settore;

- e il *Financial Stability Board*, che ha adottato specifici indirizzi nel 2010.

Le notorie difficoltà di coagulo di un ordinamento finanziario internazionale “compatto”, fondato anche su regole a valenza precettiva diretta, ha fatto parlare di assetto debole e di razionalizzazione incompiuta<sup>23</sup> delle architetture istituzionali della vigilanza finanziaria a livello globale. Siamo ancora di fronte a forme di *soft law* (gli indirizzi del F.S.B.) o, al massimo, di *substitutive law* (le determinazioni tecniche dello IOSCO, che vincolano i *regulators* nazionali ad adeguarsi).

Il radicamento dell'ordinamento finanziario internazionale, la posizione delle fondamenta dell'architettura istituzionale della supervisione globale passano per il rafforzamento della cooperazione<sup>24</sup> tra gli Stati, tra le Autorità (l'europeo ESMA e la statunitense SEC) e con il F.S.B. e gli altri organismi internazionali.

Viceversa le regolazioni adottate dall'Unione europea e dagli Stati Uniti consistono in vere e proprie regolamentazioni precettive, variamente articolate, che riguardano sia l'attività sia le società che la svolgono [e con ciò veniamo al profilo *sub II*) dello schema di queste note].

In estrema schematizzazione l'Ue, con il Regolamento Ce n. 1060/2009 – modificato dal Regolamento n. 513/2011, dal Regolamento delegato della Commissione n. 946/2012 e dal Regolamento n.

---

<sup>22</sup> Rinvio, per brevità, a AMOROSINO, *L'incidenza delle regolazioni internazionali ed europee sui rapporti civilistici relativi ai mercati finanziari* in *L'incidenza del diritto internazionale sul diritto civile*, Napoli, 2011.

<sup>23</sup> CHITI, *Le architetture istituzionali della vigilanza finanziaria*, in *Uscire dalla crisi*, cit., p. 157 ss.

<sup>24</sup> CAVALIERI, paragrafo “*La crescente cooperazione e il ruolo del FSB*” del capitolo “*Le istituzioni della globalizzazione*”, nel volume *Uscire dalla crisi*, cit., p. 449; DE BELLIS, *La regolazione dei mercati finanziari*, Milano 2012, pp. 170 ss.

462/2013 del Parlamento e del Consiglio – ha dettato una disciplina sulle procedure di rilascio dei *rating*, sui conflitti d’interesse, sulla *governance* delle agenzie e – profilo tipicamente pubblicistico – sull’obbligo di registrazione, come condizione dell’operatività nel territorio dell’Unione.

Le funzioni in materia sono affidate all’Autorità europea di vigilanza sugli strumenti e sui mercati finanziari (ESMA), cui spetta, oltre alla registrazione delle agenzie, la supervisione sul rispetto del regolamento e l’irrogazione delle sanzioni (che possono giungere sino all’esclusione dal mercato) <sup>25</sup>.

È stato rilevato <sup>26</sup> che l’ESMA non rilascia un’autorizzazione all’esercizio dell’attività di *rating*, ma si limita a registrare le società che intendono operare in Europa. Il rilievo è fondato; nondimeno, in sede di registrazione, l’Autorità europea deve procedere ad una sorta di verifica del possesso dei requisiti di ammissibilità, alla stregua del Regolamento.

È interessante notare la compresenza, la *consustanzialità*, nella disciplina europea, di profili conformativi dell’attività di impresa delle agenzie di *rating* (in funzione di tutela di interessi generali) e dell’attribuzione di funzioni di vigilanza ad una agenzia europea <sup>27</sup> indipendente, anziché alle singole autorità nazionali.

Il modello normativo, peraltro, è analogo a quello adottato, a livello nazionale, negli ordinamenti di molti paesi europei, in materia di imprese che operano nei mercati finanziari.

A sua volta la disciplina statunitense, contenuta nel *Dodd Frank Act*, presenta taluni tratti analoghi a quella europea, ma si caratterizza per la necessità di una complessa integrazione, a valle, da parte di robuste discipline attuative, ancora in corso.

Con il Regolamento n. 513/2011 l’ESMA è venuta ad essere l’unica istituzione <sup>28</sup> di supervisione delle agenzie di *rating*, in certo senso anticipando, in questo settore particolare, il processo, contrastato ma inarrestabile, di concentrazione della vigilanza sulle banche maggiori in capo alla BCE.

---

<sup>25</sup> DE BELLIS, *La riforma*, cit., p. 113.

<sup>26</sup> SUSI, *Osservazioni sui profili pubblici del rating* nel Convegno di Salerno, cit.

<sup>27</sup> CHITI, *Le trasformazioni delle agenzie europee*, in *Riv. trim. dir pubbl.*, 2010, 1, p. 57 ss.

<sup>28</sup> Su cui v. diffusamente PERASSI, *La sorveglianza sulle agenzie di rating: l’ESMA quale controllore diretto*, relazione al Convegno di Venezia, cit.

Ciò è accaduto perché la *tecnofinanza* – nella specie la caratterizzazione ultranazionale del mercato dei *rating* – ha imposto, dopo la crisi finanziaria, la creazione di un organismo di vigilanza (almeno) a livello europeo, con la conseguente cessione di un lembo di sovranità economica da parte degli Stati membri <sup>29</sup>.

Nell'ottica del giurista dell'economia sono di grande interesse due aspetti che attengono ai limiti del potere dell'Autorità europea:

– il *primo* attiene ai *limiti interni*, per così dire, della vigilanza dell'ESMA sulle agenzie: nell'esercizio dei poteri di vigilanza l'Autorità europea non può – per disposto dello stesso Regolamento – entrare nel merito delle metodologie utilizzate e dei risultati dell'attività d'impresa (i giudizi), che costituiscono una sfera riservata dell'autonomia organizzativa ed operativa dell'agenzia <sup>30</sup>.

Un'analisi più attenta mostra, tuttavia, che questo tipo di preclusione, a tutela della libertà d'impresa, è meno assoluta di quanto si possa credere, in quanto nello stesso Regolamento si prescrive, alle società di *rating*, che il processo di valutazione, la metodologia tecnica seguita, deve essere sistematico e lineare, a fini di trasparenza della motivazione del giudizio espresso. Conseguentemente l'ESMA deve poter, quanto meno, delibare la logicità, completezza e ragionevolezza del processo elaborativo del giudizio e del suo esito (analogamente, in certo senso, a quanto accade nel giudizio amministrativo di legittimità, sulle valutazioni di merito delle amministrazioni).

È, inoltre, pacifico che in sede di supervisione dell'organizzazione e dell'operatività delle agenzie l'Autorità europea può sindacare l'effettiva idoneità della struttura operativa ad operare correttamente.

È, infine, evidente che tanto più è autorevole il *regulator* ed è articolata e complessa la griglia dei precetti regolatori, tanto maggiore può essere, nella *prassi*, l'incisività della funzione di vigilanza sull'operatività dei soggetti regolati (Banca d'Italia *docet*). E lungo entrambi i percorsi accennati si può giungere facilmente a valutazioni di vigilanza che, per così dire, guardano oltre la soglia del merito;

– il *secondo* limite – *esterno* – è dato dal rapporto tra la disciplina regolamentare e di vigilanza dell'attività (delle agenzie) di *rating* e le

---

<sup>29</sup> ADINOLFI, *La sovranità economica tra meccanismi istituzionali di controllo e agenzie private*, intervento al Convegno, *L'Unione Europea a vent'anni da Maastricht: verso nuove regole*, Genova, 2012.

<sup>30</sup> DE BELLIS, *La riforma*, cit., p. 113.

altre discipline “finanziarie” che fanno rinvio al rating per basare su di esso i parametri (ad esempio: i *ratios*) che gli emittenti sono tenuti a rispettare.

In astratto una forte regolamentazione/vigilanza sull’attività delle agenzie ne consegue è funzionale ad assicurare una maggiore affidabilità del loro operato.

In concreto, tuttavia, poiché l’esistenza di una dettagliata regolazione e di una specifica supervisione rafforzano la credibilità delle agenzie; che un *rating* elevato comporta incrementi di valore degli strumenti di debito valutati positivamente, o produce addirittura agevolazioni di tipo regolatorio.

Si determina quindi la rincorsa a tale risultato, e ciò propizia poco casti connubi e conflitti di interesse tra le agenzie ed i loro clienti.

**4.** Siamo così arrivati al nodo problematico *sub III*), costituito dall’attribuzione, da parte di norme pubblicistiche, di varie forme di rilevanza nell’ordinamento finanziario ai *rating* privati.

Sul piano logico-giuridico il peculiare regime “pubblicistico” delle agenzie, in quanto svolgono un’attività di valutazione che incide sugli equilibri dei mercati finanziari, è il *presupposto* della *possibile* attribuzione di una rilevanza pubblicistica ai *rating*, che è successiva ed *eventuale* pur se molto diffusa.

Il riconoscimento di una valenza generale, a determinati fini, nell’ordinamento finanziario, ai *rating* assegnati è inquadrabile – come s’è detto – nella tendenza ad esternalizzare a privati funzioni di certezza storicamente riservate a pubblici poteri<sup>31</sup>.

I meccanismi di quella che è stata definita *rating-based regulation*, fondata sulla *certification function* delle agenzie, consistono – a beneficio di chi può vantare un rating elevato: nell’alleggerimento degli obblighi di *disclosure*, o degli obblighi nei confronti delle autorità di vigilanza; nella legittimazione ad emettere determinati tipi di strumenti finanziari o – simmetricamente – nella limitazione – per taluni tipi di attori di mercato – delle possibilità di investimento nei soli prodotti che abbiano valutazioni positive e – ancora – nell’imposizione di requisiti di capitale per le emissioni.

---

<sup>31</sup> Appare perciò “riduttiva”, se si può dire, la tesi di PIANESI, *Le agenzie*, cit., p. 207, il quale riconnette l’affidamento a privati del potere di dare giudizi aventi efficacia giuridica “pubblicistica”, alla mera inerenza di interessi pubblici all’attività di *rating*.

Quanto alle fonti – di vario livello – è da rilevare una *singolarità* per quanto attiene a quelle internazionali: a fronte della rilevata carenza di regolamentazione, in senso proprio, dell’attività di rating complessivamente intesa è invece da registrare che l’Accordo “Basilea III”, e prima “Basilea II”, del Comitato di Basilea sulla vigilanza bancaria, ha confermato l’utilizzo dei rinvii ai *rating* sui rischi bancari (*rating investment grade*) a fini regolamentari.

Nella sfera europea il Regolamento Ce n. 1060/2009 consente l’utilizzo – da parte degli intermediari finanziari – del *rating* emessi da agenzie registrate nell’Unione “*al fine di conformarsi all’ordinamento finanziario comunitario*”.

Il parametro di riferimento è dunque costituito dall’ordinamento finanziario europeo nel suo insieme.

Anche sotto questo profilo particolare si conferma – quindi – quella che Predieri<sup>32</sup> chiamava la primazia e la primarietà delle regole comunitarie, questa volta riferita all’intero ordinamento finanziario europeo.

Rispetto ad esso il diritto interno si conforma, anche mediante rinvii elastici ed aperti a tutto ciò che potrà venire dalla sfera europea.

In sintesi: nella materia in esame la determinante europea si presenta “a doppio corpo”: la regolazione e l’Autorità di supervisione.

Sul versante del diritto interno, per fare solo due esempi, l’art. 100 *bis* del t.u.f. (in tema di rivendita di titoli di debito di Stati dell’OCSE) e l’art. 2 della legge n. 130/1999 (che disciplina le operazioni di cartolarizzazione) fanno riferimento alle valutazioni positive delle agenzie come condizione per l’operatività con determinati strumenti.

I rapidi accenni che precedono confermano il tratto comune di queste forme di “dispense regolamentari” (*regulatory license*): l’ordinamento generale “prende per buoni”, assume una serie di *rating* come parametri condizionali positivi ai fini dell’applicazione di un regime regolatorio più favorevole a singoli prodotti e/o soggetti finanziari.

Quasi tutti gli studiosi italiani che si sono di recente occupati dell’impiego dei *rating* a fini regolamentari<sup>33</sup> concordano, anche sulla scorta di

---

<sup>32</sup> PREDIERI (con aggiornamento di AMOROSINO), *Commento all’art. 6 in Commentario al t.u. delle leggi in materia bancaria e creditizia*, diretto da Capriglione, Padova, 2012, tomo I, p. 75 ss.

<sup>33</sup> v., per tutti, PARMEGGIANI, *La regolazione delle agenzie di rating tra tentativi incompiuti e prospettive future* in *Giur. comm.*, 2010, 1, p. 1 ss. e ENRIQUES e GARGANTINI, *Regolamentazione dei mercati finanziari, rating e regolamentazione del rating*, in *Analisi giur. econ.*, 2010, 2, p. 476 ss.

studi e documenti di organismi internazionali, sul fatto che l'attribuzione ai *rating* di efficacia nell'ambito di procedure e disposizioni regolatorie ha moltiplicato il potere di mercato delle agenzie.

Al valore informativo dei giudizi (*information value*) si somma non solo il valore reputazionale (*reputational value*) dei soggetti valutati positivamente, ma anche la “dispensa” da alcuni precetti della regolamentazione (*regulatory license*), la quale costituisce un valore aggiuntivo, un bene immateriale che viene venduto dalle agenzie, cui spetta di decidere quali soggetti del mercato finanziario possono beneficiarne<sup>34</sup>.

Una sorta di “vendita delle indulgenze finanziarie” che non solo ha generato un eccesso di dipendenza (*over-reliance*) dai *rating*, ma ha dato luogo – per rimanere alla metafora ecclesiastica – ad un vero e proprio mercato di tipo simoniaco da parte dei sacerdoti delle valutazioni.

In sintesi: è ormai conclamato che i vari meccanismi di rinvio regolatorio ai *rating* non garantiscono l'effettiva tutela degli investitori (e, dunque, l'efficienza del mercato finanziario) ed anzi possono favorire comportamenti opportunistici e risolversi in un sostegno indiretto all'oligopolio delle grandi agenzie di *rating*.

Si è quindi posto il problema di una loro progressiva *riduzione*.

A fronte della diffusa percezione del problema si sono avuti ritardi nei processi “riduttivi”, su entrambe le sponde dell'Atlantico, in quanto la regolamentazione europea sulle agenzie di *rating*, più volte modificata puntava, sino al 2013, essenzialmente sul rafforzamento della vigilanza, mentre il *Dodd Frank Act* ne rinvia la soluzione ad alcune delle innumerevoli *regulations* attuative, da adottarsi a cascata in *primis* dalla SEC.

Per limitarci allo scenario europeo alcuni studiosi ritengono che puntare, come si è fatto, sul rafforzamento regolatorio della vigilanza sulle agenzie di *rating* non sia il modo più efficiente per ridurre l'attribuzione, da parte di varie normative, di un valore regolatorio ai *rating* stessi.

Qualche autore<sup>35</sup> ha sintetizzato la vicenda in termini di lascia o raddoppia: anziché “lasciare”, cioè rivedere *funditus* la filosofia (e le singole disposizioni) del riconoscimento ai *rating* di efficacia regolatoria si è “raddoppiato”, intensificando i vincoli sulle agenzie di *rating*.

---

<sup>34</sup> AMMANNATI, *Mercati finanziari*, cit.; CARATOZZOLO, *Alcune questioni sul ruolo del rating nei mercati finanziari*, in *Mercati e banche nella crisi: regole di concorrenza e aiuti di Stato*, a cura di Colombini e Passalacqua, Napoli, 2012 e LAMANDINI, *Proprietà e conflitto di interessi*, relazione al Convegno di Salerno, cit.

<sup>35</sup> ENRIQUES e GARGANTINI, *Regolamentazione*, cit.

Una strada che, provocando un aumento dei costi per le agenzie, favorisce di fatto quelle che sono già oligopoliste nel settore e non giova ad una maggiore concorrenzialità del mercato del *rating*<sup>36</sup>.

Tuttavia non è tornando ad una regolazione leggera che si favorisce una maggiore concorrenza: anche la levità delle regole tende a premiare chi già ha un radicato potere di mercato ed al contempo favorisce comportamenti “opportunistici”, come li chiamano gli economisti<sup>37</sup>.

Un approccio realistico sembra essere un *mix* di riduzione ragionata e sistematica delle disposizioni – spesso contenute in normative secondarie o tecniche – che attribuiscono valore regolatorio ai *rating* e – parallelamente – di sviluppo di altri indicatori di mercato<sup>38</sup>. Su questa via sembra essersi posta l’Unione europea con il Regolamento n. 426/2013, che ha ulteriormente modificato il Regolamento n. 1060/2009.

Uno dei principali obiettivi di esso è – nel medio periodo – limitare l’eccessiva fiducia (*over reliance*) riposta nel *rating* del credito; gli altri obiettivi sono: migliorare la qualità dei rating dei debiti degli Stati membri; responsabilizzare le agenzie di *rating* sul proprio operato; ridurre il conflitto di interessi; migliorare la visibilità e comparabilità delle valutazioni, mediante l’obbligo di pubblicazione su una piattaforma europea.

Nel medio termine sono previsti ulteriori provvedimenti per eliminare dalla regolamentazione finanziaria i riferimenti ai *ratings*.

L’Unione europea ha avviato la revisione di tutti i riferimenti ai *rating* del credito per scopi regolamentari, con l’obiettivo di eliminarli entro il 2020, previa identificazione e attuazione di alternative adeguate per la valutazione del rischio del credito.

In ambito nazionale, il 22 luglio 2013, la Banca d’Italia, la Consob, l’Ivass e la Covip, previo accordo di coordinamento tra di loro, hanno emanato – per i profili di rispettiva competenza – delle comunicazioni circa l’utilizzo dei *rating* nelle scelte d’investimento dei gestori collettivi del risparmio, delle imprese di assicurazione e dei fondi pensione.

SANDRO AMOROSINO

---

<sup>36</sup> LIBERTINI, *Concorrenza*, cit.

<sup>37</sup> OLIVIERI, *I servizi*, cit.

<sup>38</sup> v., SZEGO, *Il valore regolamentare del rating e possibili alternative* e VELLA, *Il rating alla ricerca della terza via*, entrambe relazioni al Convegno di Venezia, cit.