

Regolazione agenzie di *rating*

La nuova disciplina europea delle agenzie di *rating*

REGOLAMENTO (CE) N. 1060/2009 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO DEL 16 SETTEMBRE 2009

Agenzie di *rating* del credito
(G.U.C.E. 17 novembre 2009, L 302)

Omissis

Il commento di Maurizia De Bellis

A seguito della crisi finanziaria globale del 2008-9, si è riaperto il dibattito sulla regolazione delle agenzie di *rating*. Il commento esamina il recente regolamento comunitario in materia, analizzando, per un verso, quanto previsto in relazione alla condotta delle agenzie e alla prevenzione dei conflitti di interesse, e, per altro verso, la procedura di registrazione e le sanzioni che esso introduce. Le conclusioni forniscono una prima valutazione sull'efficacia del regolamento e prospettano possibili linee di intervento.

Premessa

Nel settembre 2009 è stato approvato il Regolamento (CE) n. 1060/2009, con il quale si è inteso sottoporre ad una regolazione più stringente una categoria di soggetti identificata tra i principali "colpevoli" della crisi finanziaria globale del 2008-2009: le agenzie di *rating* (1). Ma tale intervento comunitario è idoneo a risolvere efficacemente i problemi posti dall'attività di tali organismi?

Il commento si divide in cinque parti. Nella prima, si chiarisce cosa sono e come funzionano le agenzie in oggetto. Nella seconda, si identificano i rischi insiti nell'attività di dette imprese e si esamina l'evoluzione del dibattito relativo ai possibili rimedi. Successivamente, si dà conto della disciplina contenuta nel Regolamento, analizzando, per un verso, quanto previsto in relazione alla condotta delle agenzie e alla prevenzione dei conflitti di interesse, e, per altro verso, la procedura di registrazione e le sanzioni che esso introduce. La quinta parte fornisce una prima valutazione sull'efficacia del regolamento e suggerisce possibili linee di intervento.

Le agenzie di *rating*: caratteri e funzionamento

Le agenzie di *rating* costituiscono un fenomeno di

Nota:

(1) Le responsabilità delle agenzie sono state sottolineate da più parti, sia all'interno dei rapporti di gruppi di esperti che hanno analizzato le cause della crisi, che da parte di numerosi studiosi. Si v., tra i primi, FSF, *Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience*, 7 aprile 2008, disponibile all'indirizzo http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_0804.pdf, 5 e 8, ove si osserva che «The sources of concerns about CRAs' performance included: weaknesses in rating models and methodologies; inadequate due diligence of the quality of the collateral pools underlying rated securities; insufficient transparency about the assumptions, criteria and methodologies used in rating structured products; insufficient information provision about the meaning and risk characteristics of structured finance ratings; and insufficient attention to conflicts of interest in the rating process», cui *adde* CGFS, *Ratings in structured finance: what went wrong and what can be done to address shortcomings?*, CGFS Publications n. 32, luglio 2008, disponibile all'indirizzo <http://www.bis.org/publ/cgfs32.htm>, *passim*. Tra i contributi della scienza giuridica ed economica statunitense, si v. W.H.Buiter, *Lessons from the 2007 Financial Crisis*, *Cesr Policy Insight* n. 18, Dicembre 2007, disponibile all'indirizzo www.cepr.org; S. L. Schwarcz, *Protecting Financial Markets: Lessons from the Subprime Mortgage Meltdown*, in *Minnesota Law Review*, Vol. 93, No. 2, 2008, Duke Law School Legal Studies Paper N. 175 disponibile anche all'indirizzo SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1107444>, in particolare 119-122; J. Hunt, *Credit Rating Agencies And The "Worldwide Credit Crisis": The Limits Of Reputation, The Insufficiency Of Reform, And A Proposal For Improvement*, in *Columbia Business Law Review*, 2009, 109 ss. Nella letteratura italiana, le analisi più recenti relative alle agenzie di *rating* si devono a G. Presti, *Le agenzie di rating: dalla protezione alla regolazione*, in *Jus*, 2009, 65 ss., nonché, da una prospettiva economica, G. Ferri, P. Lactignola, *Le agenzie di rating*, Bologna, 2009.

origine statunitense. John Moody e Henry Poor, fondatori delle omonime agenzie, iniziarono a pubblicare dei manuali contenenti dati statistici, inizialmente riguardanti le sole imprese ferroviarie, alla fine del secolo diciannovesimo, cui seguì, agli inizi del Novecento, la formulazione delle prime valutazioni sull'affidabilità finanziaria dei singoli emittenti (2). Nelle ultime due decadi, però, l'ambito di azione di tali imprese, da essere limitato ad una particolare area geografica, è divenuto globale, con l'apertura di un numero elevato di filiali, sia in Paesi europei, che asiatici e dell'America latina, e con la crescente sottoposizione di detti Paesi e delle loro imprese ai rating (3).

Le agenzie sono imprese private che forniscono pareri indipendenti (il rating) circa l'affidabilità finanziaria di un emittente in un dato momento (sulla sua c.d. *credit-worthiness*) (4): in particolare, si tratta di una stima sulla probabilità di insolvenza di società, amministrazioni e di vari tipi di strumenti finanziari (5). Il rating viene espresso attraverso un voto in lettere: scendendo nella scala adottata, che varia per le diverse agenzie, aumenta il rischio di insolvenza. Ad esempio, in una delle classificazioni più diffuse (quella di *Standard & Poor's*), le categorie vanno dalla AAA alla D. La principale distinzione è tra obbligazioni "di investimento" e "speculative" (nella scala prima considerata, sono di quest'ultimo tipo quelle sotto la soglia BBB) (6).

Il numero delle agenzie è limitato: le principali risultano essere tre, ovvero *Standard & Poor's*, *Moody's* e *Fitch*, la cui rispettiva percentuale di mercato si è conservata piuttosto stabile nel tempo (7). Benché, più di recente, si siano affermate agenzie nazionali, con un ambito di operatività più circoscritto (8), il mercato del rating rimane oligopolistico e ciò costituisce uno degli elementi di cui tener conto nel proporre possibili soluzioni ai problemi che le caratterizzano.

La funzione delle agenzie è quella di fornire informazioni agli investitori; informazioni che, all'interno dei mercati finanziari interessati, negli ultimi decenni, dai processi di disintermediazione del credito e di sviluppo dell'innovazione finanziaria, hanno assunto un'importanza decisiva (9). Tuttavia, il giudizio incorporato nel rating, secondo quanto le agenzie non trascurano di mettere in evidenza (10),

Note:

(2) Il *Manual of the Railroads of the United States* di Poor è del 1868, mentre il *Manual of Industrial Statistics* di Moody è del 1900. Nel corso degli anni Venti vennero fondate *Standard Statistics Co.* (che si fonderà negli anni Quaranta con *Poor's Publishing Co.*) e *Fitch Publishing Co.* Il passaggio dalla pubblicazione

di dati statistici all'elaborazione di veri e propri giudizi sull'affidabilità finanziaria si verifica nella prima decade del Novecento in stretto collegamento con la crisi finanziaria, oggi poco nota, del 1907: si v. T. J. Sinclair, *Private Makers of Public Policy: Bond Rating Agencies and the New Global Finance*, in *Common goods: reinventing european and international governance*, a cura di H. Heritier, Rowman & Littlefield publishers, 2002, 279 ss., su questo punto 281. Sull'evoluzione storica delle agenzie si v. R. Cantor, F. Packer, *The Credit Rating Industry*, in *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, 1994, 1 ss., sul punto 2, e G. Ferri, P. Lacitignola, *Le agenzie di rating*, cit., 21-30.

(3) Si v. T. J. Sinclair, *Private Makers of Public Policy*, cit., 282. Le ragioni di tale espansione sono duplici: da un lato, il desiderio delle imprese di avere accesso al mercato di capitali statunitense (rispetto al quale il rating costituisce un prerequisito); dall'altro, la tendenza delle autorità di vigilanza ad emulare i loro omologhi statunitensi, iniziando a rinviare all'attività delle agenzie nelle rispettive regolamentazioni: si v. D. Kerwer, *Standardising as governance: the case of credit rating agencies*, in *Common goods: reinventing european and international governance*, cit., 293 ss., sul punto 305.

(4) Secondo il comitato delle autorità di vigilanza comunitarie (Committee of European Securities Regulators - Cesr), che a sua volta fa propria la definizione fornita dalla rete globale Iosco, il rating è una «opinion regarding the creditworthiness of an entity, a credit commitment, a debt or debt-like security or an issuer of such obligations, expressed using an established and defined ranking system»: si v. Cesr, *Technical advice to the European Commission on possible measures concerning credit rating agencies*, Cesr/05-139b, 30 marzo 2005, disponibile all'indirizzo http://www.euractiv.com/29/images/CESR%20credit%20rating%20agencies%20March%202005_tcm29-151345.pdf, 12. In senso analogo si v. la stessa Proposta di Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio relativo alle agenzie di rating del credito, COM(2008) 704 def., 12 novembre 2008, 2, secondo la q. «Le agenzie di rating del credito forniscono pareri indipendenti sulla probabilità di inadempimento o le perdite previste di società, amministrazioni ed un'ampia gamma di strumenti finanziari».

(5) L'oggetto della valutazione delle agenzie può variare sensibilmente. Vi si sottopongono gli emittenti di titoli obbligazionari, di qualunque tipo: industrie o banche, ma anche enti pubblici e Stati. Più di recente, una parte sempre più ampia dell'attività delle agenzie è stata costituita, invece, dal rating degli strumenti finanziari strutturati. Per una distinzione tra i diversi prodotti delle agenzie di rating, G. Ferri, P. Lacitignola, *Le agenzie di rating*, cit., 86-9.

(6) Si tratta di una distinzione cui si collegano precise conseguenze normative, in ragione del rinvio ai rating a fini regolamentari: si v. *infra*, nota 17.

(7) Il 40% ciascuna *Standard & Poor's* e *Moody's* e il 15% *Fitch*: si v. G. Presti, *Le agenzie di rating: dalla protezione alla regolazione*, cit., 75.

(8) Per una disamina delle più significative esperienze nazionali, soprattutto asiatiche, e delle principali differenze rispetto alle agenzie globali, si v. l'accurata analisi di G. Ferri, P. Lacitignola, *Le agenzie di rating*, cit., in particolare 45-73.

(9) T. J. Sinclair, *Private Makers of Public Policy*, cit., 281. Per una critica dal punto di vista sociologico, volta ad evidenziare come, producendo degli "equivalenti di certezza", finiscano per riprodurre incertezza, si v. T. Strulik, *Rating Agencies and Systemic Risk: Paradoxes of Governance*, in *Common goods: reinventing european and international governance*, cit., 317 ss., sul punto 318.

(10) Si v., in particolare, le presentazioni fornite dalle stesse agenzie, in occasione dell'indagine conoscitiva successiva al caso Parmalat: Commissioni Riunite 6° "Finanze e Tesoro" e 10° "Industria, commercio e turismo" del Senato della Repubblica e

(segue)

e come riconosciuto dalla rete transnazionale delle autorità di regolazione dei mercati mobiliari (l'*International organization of securities commissioners* - Iosco), dalla rete di ambito comunitario (*Committee of European Securities Regulators* - Cesr) e dalla direttiva Ce 2003/125, non costituisce una raccomandazione di investimento (11).

La procedura che viene seguita nel determinare i rating presenta i seguenti lineamenti essenziali (12). Innanzitutto, tale giudizio viene generalmente rilasciato su richiesta del soggetto che verrà valutato, sicché l'ipotesi dei rating non richiesti (c.d. «unsolicited ratings») costituisce un'eccezione, che pone problemi peculiari (13). Le informazioni utilizzate per la valutazione sono fornite dal cliente stesso; oltre a tali fonti, le agenzie si basano prevalentemente su dati che sono a loro disposizione perché di carattere pubblico. Il primo report viene redatto da un analista dell'agenzia, ed è soggetto a un esame successivo da parte di analisti senior. Prima della pubblicazione, il rating viene comunicato all'emittente, il quale, nel caso non sia soddisfatto, può opporsi e chiedere un secondo esame (c.d. "appello"). Una volta emesso, il rating è soggetto a revisione una volta l'anno, ovvero laddove si verificano circostanze di particolare rilievo. Un profilo estremamente problematico, come subito si vedrà, attiene al pagamento del rating, che, a partire dagli anni Settanta del secolo scorso, proviene dagli emittenti oggetto di valutazione (c.d. modello *issuer pays*, contrapposto al modello *investor pays*) (14).

I problemi e il dibattito sulla regolazione delle agenzie

I caratteri delle agenzie e il procedimento di emissione dei rating consentono di iniziare a mettere a fuoco i problemi che si collegano alla loro attività. Innanzitutto, si è detto che i rating vengono remunerati dagli stessi emittenti che sono oggetto di esame: vi sono, quindi, rischi consistenti circa l'effettiva obiettività della valutazione (15). Il finanziamento è il primo dei conflitti di interesse che caratterizzano le agenzie, ma ve ne sono altri. Ad esempio, l'elaborazione dei rating non costituisce l'unica attività di tali imprese, che prestano anche dei servizi ausiliari (c.d. *ancillary services*): ciò fa sì che esse possano indicare ad un emittente come strutturare un derivato finanziario per ottenere un rating elevato, e, successivamente, procedere a valutarlo (16).

I conflitti di interesse, connaturati all'attività delle agenzie, sono aggravati dal rinvio ai rating a fini re-

golamentari. Tale prassi, fatta propria dalle autorità di vigilanza statunitensi da lungo tempo e in seguito

Note:

(segue nota 10)

VI "Finanze" e X "Attività produttive, commercio e turismo" della Camera dei Deputati, Indagine conoscitiva su *I rapporti tra il sistema delle imprese, i mercati finanziari e la tutela del risparmio*, 7° Resoconto Stenografico, Seduta di martedì 3 febbraio 2004, Audizione dei rappresentanti della Standard & Poor's, di Moody's e di Fitch, 415.

(11) Si v., rispettivamente, Iosco, *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*, 2004, disponibile sul sito <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD180.pdf>, 3; Cesr, *Technical advice to the European Commission on possible measures concerning credit rating agencies*, cit., 11-2; Direttiva 2003/125/CE della Commissione, del 22 dicembre 2003, recante modalità di esecuzione della direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda la corretta presentazione delle raccomandazioni di investimento e la comunicazione al pubblico di conflitti di interesse, in GUCE L 339 del 24 dicembre 2003, 73 ss., cons. 10: «Le agenzie di rating del credito emettono pareri sulla capacità di credito di un particolare emittente o di un particolare strumento finanziario ad una determinata data. In se stessi tali pareri non costituiscono una raccomandazione ai sensi della presente direttiva» (corsivi nostri).

(12) Gli aspetti più specifici, invece, possono variare da agenzia ad agenzia. Sul procedimento di rilascio dei rating si v. le audizioni dei rappresentanti di Standard & Poor's, di Moody's e di Fitch, in Indagine conoscitiva su *I rapporti tra il sistema delle imprese, i mercati finanziari e la tutela del risparmio*, cit., 415 ss., in particolare 418, 457 e 481; Iosco, *Technical Committee's Report on the Activities of Credit Rating Agencies*, settembre 2003 (<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD153.pdf>), 4 ss. e G. Ferri, P. Lacitignola, *Le agenzie di rating*, cit., 94.

(13) Tale prassi viene, per un verso, criticata, in quanto attraverso il rilascio di un rating non richiesto di tipo speculativo le agenzie possono indurre l'emittente valutato a richiedere un ulteriore rating, al fine di migliorare la propria valutazione; per altro verso, però, per tale via le agenzie minori e meno note, che devono ancora costruirsi una reputazione, possono farsi conoscere. In tal senso, si tratta di una prassi che favorisce la concorrenza in un mercato oligopolistico e, come si vedrà, viene favorita dalla regolamentazione più recente, sia europea che statunitense. Per una discussione dei vantaggi e degli svantaggi, si v. G. Presti, *Le agenzie di rating: dalla protezione alla regolazione*, cit., 91.

(14) Si v. T. J. Sinclair, *Private Makers of Public Policy*, cit., 286; R. Cantor, F. Packer, *The Credit Rating Industry*, cit., 4, e M. Richardson, L.J. White, *The Rating Agencies. Is Regulation the Answer?*, in V. Acharya e M. Richardson (eds.), *Restoring Financial Stability: How to Repair a Failed System*, New York, Wiley, 2009, 101 ss., 102-3.

(15) Il problema del finanziamento da parte degli emittenti e del conflitto di interessi che ne deriva costituisce un *common claim* nella letteratura relativa alle agenzie: si v., per tutti, W.H. Buiter, *Lessons from the 2007 Financial Crisis*, cit., in particolare 4, ove si osserva che le agenzie «are the only example of industry where the appraiser is paid by the seller rather than the buyer, even though the buyers is likely to have the greatest information deficiency».

(16) È il problema dei c.d. *ancillary services*, sui quali avevano fatto il punto già le relazioni della Iosco e del Cesr: si v. Iosco's *Technical Committee's Report on the Activities of Credit Rating Agencies*, cit., 11 e Cesr, *Technical advice to the European Commission on possible measures concerning credit rating agencies*, 15-7. Per le conseguenze di tale prassi, si v. W.H. Buiter, *Lessons from the 2007 Financial Crisis*, cit., 5.

diffusasi in altri ordinamenti (17), si è ulteriormente potenziata con il secondo accordo sul capitale del Comitato di Basilea (c.d. Basilea II). Quest'ultimo, che è alla base della Direttiva europea sull'adeguatezza patrimoniale (c.d. Crd) (18), collega l'ammontare del capitale che le banche devono accantonare alla rischiosità dell'attività da loro svolta, a sua volta determinata in ragione del *rating* assegnato dalle agenzie ai debitori della banca (19). Tale tipo di rinvio, alimentando la richiesta di valutazioni elevate, favorisce l'insorgere di pratiche di *rating shopping* e, in ultima analisi, aumenta i rischi di conflitti di interesse (20). Inoltre, il riferimento all'attività di soggetti privati all'interno della regolamentazione di matrice pubblicistica determina una scissione tra il potere di regolare e la responsabilità ad esso inerente: in tal modo, insorge un problema ulteriore, relativo ad un *gap* di *accountability* (21).

Sia la scienza giuridica che quella economica si sono interrogate a lungo sulle possibili soluzioni ai conflitti di interesse che contraddistinguono le agenzie. Agli inizi del decennio, prevaleva l'orientamento contrario all'introduzione di una regolazione di tali imprese. La principale argomentazione addotta era quella per la quale «*reputation can be a substitute for regulation*» (22): ovverosia, le agenzie sarebbero propense ad esercitare una valutazione effettivamente indipendente al fine di conservare la propria *reputazione*, sulla quale si basa l'affidamento degli investitori. Una seconda obiezione è quella per la quale il controllo da parte dei regolatori pubblici farebbe venir meno l'indipendenza della valutazione che le agenzie rilasciano (c.d. *accountability paradox*) (23).

Un primo mutamento circa l'opportunità di un intervento pubblico relativo all'attività delle agenzie si verifica a seguito dello scandalo della Enron (la quale si era fregiata, fino a quattro giorni dalla dichiarazione di bancarotta, di un *rating* di investimento) (24). Tuttavia, si ritenne che le agenzie avessero svolto un ruolo marginale, rispetto ai revisori contabili: così, il *Sarbanes-Oxley Act* del 2002, che introdusse misure incisive rispetto a questi ultimi, si limitò a richiedere all'autorità di vigilanza statunitense, la Sec, di predisporre un rapporto sulle agenzie. Sulla base di tale documento è stato approvato, nel 2006, il *Credit Rating Reform Act* (Crara), che introduce un sistema di registrazione delle agenzie e si propone di evitare l'insorgere di conflitti di interesse, attraverso misure atte a favorire la concorrenza tra le agenzie e tramite specifici obblighi di trasparenza (25). Ironicamente, la prima attuazione di tale riforma giunge a compimento prio

quando inizia a manifestarsi la crisi dei mutui

Note:

(17) All'interno alla regolazione statunitense i *rating* sono stati utilizzati, sin dagli anni Trenta del secolo scorso e sempre più nel corso degli anni Settanta, per tre finalità diverse: per proibire alle banche di detenere obbligazioni non appartenenti alla categoria "di investimento", per la definizione degli standard di *disclosure* e al fine di modulare i requisiti di capitale che le banche devono rispettare: per la suddivisione dei vari interventi regolatori statunitensi in tre paradigmi, D. Kerwer, *Standardising as Governance: the Case of Credit Rating Agencies*, cit., 304; un'ampia discussione dei diversi usi dei *rating* da parte dei regolatori, statali e federali, è in R. Cantor, F. Packer, *The Credit Rating Industry*, cit., 5-6.

(18) La c.d. *Capital Requirements Directive* o CRD comprende due atti: la Direttiva 2006/48/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 14 giugno 2006, relativa all'accesso all'attività degli enti creditizi ed al suo esercizio, in G.U.C.E. L 177 del 30 giugno 2006, p. 1 ss. e la Direttiva 2006/49/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 14 giugno 2006, relativa all'adeguatezza patrimoniale delle imprese di investimento e degli enti creditizi, in G.U.C.E. L 177 del 30 giugno 2006, p. 201 ss.

(19) Il rinvio ai *rating* è alla base del c.d. metodo *standard* di determinazione del capitale delle banche, alternativo al c.d. metodo IRB o dei *rating* interni, che esula dal campo della presente trattazione.

(20) Così H. E. Jackson, *The Role of Credit Rating Agencies in the Establishment of Capital Standards for Financial Institutions in a Global Economy*, 2000, disponibile su <http://ssrn.com/abstract=250166>, 1 ss., in particolare 17, per la tesi per la quale «as the importance of credit ratings increases, the pressure to get better ratings also increase. This change could increase the need for governmental oversight of rating agencies». Per *rating shopping* si intende la prassi per la quale un emittente, a fronte di un *rating* non elevato, può decidere di rivolgersi ad un'altra agenzia, nella speranza di ottenere una valutazione superiore.

(21) È la tesi di D. Kerwer, *Standardising as governance: the case of credit rating agencies*, cit., in particolare 295 e 307.

(22) Esempio di tale orientamento è la ricostruzione di S.L. Schwarcz, *Private Ordering of Public Markets: the Rating Agencies Paradox*, in *University of Illinois Law Review*, 2002, n. 1, 1 ss., in particolare 15, 24 e 26, ad avviso del quale «additional regulation of rating agencies is unnecessary and probably inefficient» e «Theory confirms that reputation can be a substitute for regulation. At least for rating agencies, reputation drives much of the accountability that ordinarily is achieved through the democratic process». Tale prospettiva è stata condivisa a lungo dagli stessi regolatori: si v., ad esempio, lo sco's *Technical Committee's Report on the Activities of Credit Rating Agencies*, cit., 4: «the value investors place on a given Cra's opinion necessarily depends on the reputation of the Cra itself. [...] Nonetheless, if a Cra's reputation for timeliness and accuracy were to suffer, the value investors' place on its ratings would also suffer».

(23) Si v. M.R. Das Gupta, *The External Accountability Gap of Private Regulators: Accountability Paradoxes and Mitigation Strategies. The Case of Credit Rating Agencies*, in *International Public Policy Review*, 2005, l. n. 1, 37 ss., in particolare 52.

(24) Si v. C. A. Hill, *Rating Agencies Behaving Badly: The Case of Enron*, in *Connecticut Law Review*, 2003, Vol. 35, 1145 ss.

(25) La concorrenza tra le agenzie viene favorita anche individuando formalmente, per la prima volta, i criteri per il riconoscimento delle *Nationally recognized statistical rating organizations* (NRSRO): le uniche i cui *rating* possono essere oggetto di rinvio a fini regolamentari: si v. M. Richardson, L.J. White, *The Rating Agencies. Is Regulation the Answer?*, cit., 103.

sub-prime (26). Al dicembre 2004 risale invece l'approvazione, da parte della rete transnazionale di regolatori mobiliari Iosco, di un *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*, volto a rafforzare la qualità e l'integrità del procedimento di rilascio dei *rating* e ad assicurare l'indipendenza delle agenzie (27). Tale soluzione è stata intesa come un approccio intermedio tra la prospettiva incentrata esclusivamente sugli incentivi di mercato, in particolare quello relativo alla reputazione, e quella favorevole all'adozione di regolamentazioni più rigide (28), ed è stata inizialmente condivisa dai regolatori comunitari (29).

Con la crisi finanziaria globale, i rischi di conflitti di interesse insiti nell'operato delle agenzie si sono manifestati con una drammaticità senza precedenti (30). I declassamenti dei derivati, cui erano stati attribuiti *rating* di assoluta affidabilità, così come l'assegnazione di valutazioni parimenti elevate a favore di istituti di credito (*Lehmann*) e agenzie (*Fannie Mae* e *Freddie Mac*) fino al momento del loro fallimento, sono tra le circostanze che maggiormente hanno compromesso la fiducia degli investitori nell'indipendenza di tali giudizi. Le ragioni di tale fenomeno sono molteplici, e tuttora oggetto di dibattito. Per un verso, in modo analogo a quanto rilevato in precedenza con riguardo ai revisori, in relazione allo scandalo Enron, si osserva ora che l'incentivo al mantenimento della reputazione, valido per una data agenzia nel suo insieme, può non esserlo per il singolo analista impiegato presso di essa, sul quale possono aver presa altri tipi di motivazioni (31). Ma soprattutto, l'efficacia di tale incentivo sarebbe stata definitivamente compromessa dalla rilevanza crescente dei derivati finanziari: se, infatti, esso può fare da contrappeso rispetto agli interessi e alle pressioni di una pluralità di clienti, nessuno dei quali è di importanza cruciale per le agenzie, ben diversa si presenta la situazione in un contesto, come quello attuale, in cui la metà del fatturato di dette imprese proviene dalla finanza strutturata, e viene pagato da un numero limitato di banche di investimento (32). Infine, è stata criticata l'inadeguatezza degli stessi metodi utilizzati dalle agenzie, le quali, nel valutare i prodotti finanziari strutturati, si sono avvalse di strumenti statistici che avrebbero fatto uso di serie storiche troppo brevi, e, come tali, non abbastanza rappresentative (33).

Il Regolamento sulle agenzie: ambito di applicazione e disciplina dei conflitti di interessi

A fronte del ruolo giocato dalle agenzie nella crisi,

si sono moltiplicate le iniziative volte ad incidere sull'attività di tali imprese: dalla revisione del codice della Iosco (le cui innovazioni di maggior rilievo concernono principalmente i *rating* relativi ai pro-

Note:

(26) La Sec adotta i primi atti di regolazione sulla base del Cra-ra nel giugno 2007. Le prime manifestazioni della crisi *subprime* risalgono al medesimo mese, periodo in cui divengono evidenti le difficoltà di due *hedge funds* di *Bear Stearns* (la quinta più grande banca d'investimento, in seguito - nel marzo 2008 - acquisita dal *JP Morgan Chase* con l'aiuto di fondi governativi) e cui segue un periodo di continui declassamenti di obbligazioni ipotecarie *subprime* da parte delle agenzie di *rating*. Una delle prime ricostruzioni della crisi, per il periodo che va dal 2007 fino alla metà del 2008, si deve a C.R. Morris, *The trillion dollar meltdown*, Public Affairs, New York, 2008, in particolare 80-81.

(27) Si v. Iosco, *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*, cit.

(28) Per una ricostruzione del dibattito, qui semplificato, ma che comprendeva anche la possibilità, ad esempio, di introdurre un «third party enforcement» del codice Iosco, si v. Cesr, *Technical advice to the European Commission on possible measures concerning credit rating agencies*, cit., 41-47.

(29) Si v. *infra*, nota 36.

(30) Per un'accurata disamina degli studi empirici relativi ai casi di conflitti di interesse delle agenzie, dall'introduzione del modello *issuer pays* fino alla crisi finanziaria globale, si v. T. E. Lynch, *Deeply and Persistently Conflicted: Credit Rating Agencies in the Current Regulatory Environment*, in *Case Western Reserve Law Review*, 2009, 227 ss., in particolare 256-267. I comportamenti delle agenzie durante la crisi sono stati oggetto di un rapporto della SEC, *Summary Report Of Issues Identified In The Commission Staff's Examinations Of Select Credit Rating Agencies*, 2008, 12, disponibile all'indirizzo <http://www.sec.gov/news/studies/2008/craexamination070808.pdf>, tra le cui risultanze vi è uno scambio di *email* che ha assunto un valore emblematico, seppur aneddotico, dato che un analista manager di una delle più note agenzie osservava che le agenzie stavano creando un «even bigger monster-the CDO market», concludendo «Let's hope we are all wealthy and retired by the time this house of cards falters».

(31) W.H. Buiter, *Lessons from the 2007 Financial Crisis*, cit., 5. Per il parallelo rispetto alle dinamiche relative ai revisori contabili, si v. M. Onado, *I nodi al pettine*, Bari-Roma, 2009, 158.

(32) Si v. J.C. Coffee, *The Mortgage Meltdown And Gatekeeper Failure*, in *New York Law Journal*, september 20, 2007, 5, cui adde C.A. Goodhart, *How, if at all, should CRAs be regulated?*, in Id., *The regulatory response to the financial crisis*, Edward Elgar Publishing, 2009, 113 ss., su questo punto 121.

(33) Gli strumenti utilizzati dalle agenzie nel rilasciare *rating* relativi ad altri tipi di emittenti sono del tutto diversi e, come si è visto prima, si basano sui dati da loro forniti. Per una critica alle metodologie utilizzate in relazione ai derivati finanziari, si v. Cgfs, *Rating in structured finance*, cit., in particolare 5; L. Spaventa, *La crisi della nuova finanza*, in R. Perez (a cura di), *Finanza privata e finanza pubblica. I mutui subprime e la Spending Review*, Rimini, 2009, 23; M. Sarcinelli, *2007: la crisi da subprime*, in *op. ult. cit.*, 97 ss., 110 e F. Partnoy, *Do away with rating-based rules*, in *Financial Times*, 8 Luglio 2008. Ad avviso di W.H. Buiter, *Lessons from the 2007 Financial Crisis*, cit., 4, vi è un ulteriore problema circa il metodo usato dalle agenzie per valutare i derivati finanziari, e attiene all'identità tra questi ultimi e gli stessi modelli utilizzati dagli emittenti per *costruire* i prodotti di finanza strutturata.

dotti finanziari strutturati) (34), all'approvazione di nuove misure da parte della Sec (che, collocandosi in una linea di continuità rispetto al Crara, mirano soprattutto a rafforzare la trasparenza delle agenzie, oltre che ad eliminare alcuni dei rinvii ai *rating* contenuti nella regolazione statunitense) (35). Il regolamento comunitario n. 1060/2009 si colloca in questo contesto, e riflette l'intento della Commissione europea di dare un segnale forte della volontà di introdurre una regolazione più stringente del settore finanziario.

Al contrario che in passato (36), e nonostante i pareri opposti espressi dal Cesr e dal gruppo di esperti sulla vigilanza dei mercati mobiliari (*European Securities Markets Expert Group - Esme*) (37), la Commissione ha deciso di procedere all'istituzione di un sistema di registrazione delle agenzie, assistito da specifiche sanzioni. La finalità espressa è quella di migliorare l'integrità, la trasparenza, la responsabilità, la buona *governance* e l'affidabilità delle agenzie; favorendo la qualità delle loro valutazioni, si mira poi, in ultima analisi, a contribuire al buon funzionamento del mercato interno e a proteggere gli investitori (38).

Il Regolamento si divide in quattro titoli, dedicati, rispettivamente, all'ambito di applicazione e alle definizioni (artt. 1-5), all'emissione di *rating* (artt. 6-13), alla vigilanza delle attività di *rating* (artt. 14-35) e alle sanzioni e disposizioni finali (artt. 36-4). Molte previsioni volte a specificare le disposizioni contenute nel titolo II, relative allo svolgimento dell'attività delle agenzie, sono contenute in un allegato, al fine di renderne più celere la revisione, in considerazione della rapida evoluzione dei mercati finanziari e delle prassi di vigilanza (39).

La disciplina in esame si applica ai *rating* emessi dalle agenzie registrate nella Comunità (40). È poi prevista la possibilità, per queste ultime, di avallare i *rating* di un'agenzia stabilita in un Paese terzo, ma solo nel rispetto di determinate condizioni (41). Il testo definitivo del regolamento amplia la disciplina applicabile ai *rating* provenienti da Paesi terzi,

Note:

(34) La Iosco aveva avviato un esame volto ad individuare le più opportune modifiche al suo codice di condotta già nel marzo 2008, con il primo manifestarsi della crisi *subprime* e con il declassamento dei derivati finanziari fino a quel momento assistiti da *rating* elevati: si v. Iosco, *The Role of Credit Rating Agencies in Structured Finance Markets, Consultation Document*, marzo 2008, disponibile all'indirizzo <http://www.iosco.org/library/publications/pdf/IOSCOPD263.pdf>. Tale iniziativa ha poi ricevuto l'avvallo del *Financial Stability Forum* (Fsf), ora *Financial Stability Board* (Fsb): Fsb, *Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience*, cit., 34, raccomandazioni IV.1 e IV.2.

(35) È finalizzata ad aumentare la trasparenza delle agenzie la previsione per la quale esse devono pubblicare le metodologie statistiche adottate per la valutazione dei derivati finanziari: si v. Sec, *Amendments to Rules for Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*, 2 febbraio 2009, disponibile all'indirizzo <http://www.sec.gov/rules/final.shtml>. Per le modifiche più recenti, tra le quali l'eliminazione di alcuni rinvii, si v. SEC *rules take aim at credit rating agencies*, 17 settembre 2009, disponibile all'indirizzo <http://www.reuters.com/article/idUSTRE58G76C20090918>. Per una critica agli emendamenti introdotti dalla Sec a partire dal 2008, si v. J. Hunt, *The SEC's Proposed Rating Agency Rules: Unresolved Conflicts*, 26 giugno 2008, disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=1284709>; D. Darcy, *Credit rating agencies and the credit crisis: how the "issuer pays" conflict contributed and what regulators might do about it*, in *Columbia Business Law Review*, 2009, 605 ss., in particolare 648-51.

(36) L'opportunità di introdurre un sistema di registrazione per le agenzie di *rating* era stata presa in esame dalla Commissione già in precedenza. Nel 2005, la maggioranza delle autorità di vigilanza che compongono il Cesr aveva optato per un *wait and see approach*, volto a verificare gli esiti di una piena applicazione del codice Iosco (mentre una minoranza avrebbe preferito l'immediata istituzione della registrazione), e la Commissione si attenne, in tale circostanza, al parere tecnico ricevuto: si v. Cesr, *Technical advice to the European Commission on possible measures concerning credit rating agencies*, cit., 52.

(37) Con l'aggravarsi della crisi finanziaria innescata dai mutui *subprime*, la richiesta di consulenza è stata rinnovata, non solo al Cesr, ma anche al gruppo di esperti sulla vigilanza dei mercati mobiliari (*European Securities Markets Expert Group - Esme*). Entrambi hanno espresso una valutazione contraria all'introduzione di una regolamentazione di matrice pubblicistica. Secondo il Cesr, *Second Report to the European Commission on the compliance of credit rating agencies with the Iosco Code and The role of credit rating agencies in structured finance*, 19 maggio 2008, disponibile all'indirizzo <http://www.cesr.eu/index.php?docid=5049>, par. 7, «there is no evidence that regulation of the credit rating industry would have had an effect on the issues which emerged with ratings of US subprime backed securities». L'Esme, *The Role of Credit Rating Agencies*, 4 giugno 2008, disponibile all'indirizzo http://ec.europa.eu/internal_market/securities/esme/index_en.htm, 22, rileva che «there is no regulatory panacea» ai problemi posti dalle agenzie e che «the incremental benefits of regulation would not exceed the costs and accordingly is not recommended». In particolare, il gruppo di esperti ha proposto di favorire una più ampia adozione del codice di condotta Iosco, e di rafforzare il controllo esercitato dal Cesr, estendendolo alla *corporate governance* delle agenzie.

(38) Art. 1, Reg. n. 1060/2009.

(39) Art. 37, Reg. n. 1060/2009. Tuttavia, la previsione, contenuta all'art. 38, per la quale tali modifiche devono egualmente seguire la procedura c.d. di comitologia fa sì che l'intento di celerità sia in parte vanificato: così F. Arntenbrink, J. De Haan, *Regulating Credit Ratings in the European Union: A Critical First Assessment of Regulation 1060/2009 on Credit Rating Agencies*, in *Common Market Law Review*, 2009, 1915 ss., su questo punto 1926-7.

(40) Sono però previste alcune eccezioni: il Regolamento non si applica ai *rating* privati prodotti in seguito a un singolo ordine e forniti esclusivamente alla persona che li ha commissionati e non destinati alla divulgazione al pubblico; ai «credit scores» (punteggio sull'affidabilità creditizia), ai *rating* prodotti dalle agenzie per il credito all'esportazione; ai *rating* prodotti dalle banche centrali, (art. 2, c. 2, Reg. n. 1060/2009).

(41) Art. 4, c. 3, Reg. 1060/2009. Tali condizioni, però, non devono essere provate laddove la Commissione abbia riconosciuto l'equivalenza del quadro giuridico e di vigilanza di un Paese terzo con i requisiti previsti dal Regolamento stesso: art. 4, c. 6, e art. 5, Reg. n. 1060/2009.

rispetto a quanto originariamente proposto dalla Commissione, in ragione della considerazione per la quale le principali agenzie non sono basate all'interno della Comunità (42).

Solo i *rating* emessi da agenzie stabilite e registrate nella Comunità, ovvero i *rating* avvallati, possono essere utilizzati a fini regolamentari (43). A tal proposito, vengono fatte salve, oltre al rinvio ai fini della determinazione dell'adeguatezza patrimoniale delle banche, contenuto nella direttiva 2006/48/CE, anche altre ipotesi già previste dalla normativa comunitaria (44). In riferimento al valore regolamentare del *rating*, si può quindi affermare che il regolamento in commento non innova, ma conferma e sistematizza il quadro preesistente.

Il Regolamento, poi, disciplina il procedimento di emissione dei *rating*, allo scopo di favorire l'indipendenza delle agenzie e di prevenire l'insorgere di conflitti di interesse. Al di là di alcune previsioni a carattere generale (45), rivestono particolare interesse alcuni divieti, come ad esempio quello di fornire servizi di consulenza all'entità valutata per quanto riguarda la sua struttura societaria o giuridica, o la sua attività, mentre rimane ammessa la prestazione di servizi ausiliari (definiti come le previsioni di mercato, le valutazioni delle tendenze economiche, l'analisi dei prezzi e altre analisi generali dei dati nonché i servizi di distribuzione connessi) (46). Altre disposizioni volte a contenere il rischio di conflitti di interesse comprendono la rotazione graduale degli analisti (47), alcune previsioni in materia di *governance* interna delle agenzie (48) e alcuni obblighi di *disclosure*, come quello di comunicare al pubblico i nomi delle entità valutate da cui proviene più del 5% del fatturato di un'agenzia (49) e di rendere note le metodologie utilizzate nel corso della sua attività (50). I *rating* non sollecitati sono ammessi, ma devono essere espressamente identificati come tali (51).

Alcune disposizioni di rilievo si propongono di incidere, più nello specifico, sui *rating* relativi agli strumenti finanziari strutturati: come si è visto, infatti, non solo questi ultimi sono stati al centro della crisi, ma è proprio rispetto ad essi che è venuta in evidenza l'inadeguatezza delle metodologie di valutazione utilizzate dalle agenzie. Oltre al divieto di presentare proposte o raccomandazioni in ordine alla struttura di derivati finanziari in merito ai quali ci si attende che l'agenzia sia chiamata ad emettere un *rating* (52), che costituisce specificazione delle previsioni più generali in materia di servizi di consulenza, sono state introdotte due ulteriori misure. Innanzitutto, si prevede che i *rating* relativi agli

strumenti finanziari strutturati debbano essere agevolmente distinguibili dalle tradizionali valutazioni delle agenzie, tramite l'apposizione di un simbolo aggiuntivo (53). Inoltre, si impone alle agenzie di astenersi dall'emettere un *rating* in mancanza di dati affidabili ovvero laddove la struttura di un nuovo tipo di strumento finanziario sia troppo complessa per consentire di emettere una valutazione credibile (54).

Per comprendere l'impatto innovativo del Regolamento, è necessario operare un raffronto con il quadro normativo preesistente, contenuto nella direttiva

Note:

(42) Cons. 2, 14 e 15, Reg. n. 1060/2009.

(43) Art. 4, c. 1 e 4, Reg. n. 1060/2009.

(44) Art. 4, c. 1: «Gli enti creditizi di cui alla direttiva 2006/48/CE, le imprese di investimento come definite alla direttiva 2004/39/CE, le imprese di assicurazione soggette alla prima direttiva 73/239/CEE del Consiglio, del 24 luglio 1973, recante coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative in materia di accesso e di esercizio dell'assicurazione diretta diversa dell'assicurazione sulla vita, le imprese di assicurazione come definite alla direttiva 2002/83/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 5 novembre 2002, relativa all'assicurazione sulla vita, le imprese di riassicurazione di cui alla direttiva 2005/68/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 novembre 2005, relativa alla riassicurazione, gli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (Oicvm) di cui alla direttiva 85/611/CEE, e gli enti pensionistici aziendali o professionali di cui alla direttiva 2003/41/CE possono utilizzare a fini regolamentari solo *rating* emessi da agenzie di *rating* del credito stabilite nella Comunità e registrate conformemente al presente regolamento».

(45) In base alle quali «Un'agenzia di *rating* del credito adotta tutte le misure necessarie per garantire che l'emissione di un *rating* non sia influenzata da alcun conflitto di interesse, esistente o potenziale, o relazione d'affari riguardante l'agenzia che emette il *rating*, i suoi *manager*, i suoi analisti di *rating*, i suoi dipendenti»: art. 6, c. 1 e 4, Reg. n. 1060/2009.

(46) All. I, sez. B, c. 4, Reg. n. 1060/2009: «Un'agenzia di *rating* del credito non fornisce servizi di consulenza all'entità valutata o a terzi collegati per quanto riguarda la loro struttura societaria o giuridica, il loro attivo e il loro passivo o le loro attività».

(47) Art. 7, c. 5, Reg. n. 1060/2009.

(48) Tra queste, l'introduzione di due membri indipendenti nel Consiglio di amministrazione dell'agenzia e la previsione di un dipartimento che abbia lo scopo specifico di monitorare la conformità dell'agenzia agli obblighi previsti dal regolamento stesso: All. I, Sez. A, c. 2, 5 e 6, Reg. n. 1060/2009.

(49) All. I, Sez. B, c. 2, Reg. n. 1060/2009. Sull'agenzia incombe poi un obbligo di conservazione della documentazione relativa all'attività di *rating*, funzionale agli obblighi di trasparenza: All. I, Sez. B, c. 7, Reg. n. 1060/2009.

(50) Art. 8, Reg. n. 1060/2009.

(51) Art. 10, c. 4, Reg. n. 1060/2009.

(52) All. I, Sez. B, c. 5, Reg. n. 1060/2009.

(53) Art. 10, c. 3, Reg. n. 1060/2009. L'introduzione di una simbologia apposita per i *rating* relativi ai derivati finanziari era tra le raccomandazioni contenute già in un rapporto del Fsb dell'aprile 2008 e costituisce una delle principali nuove regole di condotta per le agenzie introdotte tramite la revisione del codice Iosco.

(54) All. I, sez. D, II, c. 4, Reg. n. 1060/2009.

va 2006/48/Ce e nel codice di condotta della Iosco. Per un verso, infatti, la direttiva sull'adeguatezza patrimoniale (che a sua volta incorpora il secondo accordo di Basilea sul capitale) prevede specifici requisiti di indipendenza, obiettività, revisione continua delle valutazioni e trasparenza delle informazioni, cui le agenzie devono conformarsi, affinché i loro rating siano utilizzati ai fini regolamentari (55). Per altro verso, il codice di condotta della Iosco contiene disposizioni sui conflitti di interesse delle agenzie e sulle metodologie utilizzate nel processo di rating del tutto analoghe a quelle presenti nel regolamento (56).

La principale innovazione della disciplina comunitaria non sarebbe da ricercare nelle regole di condotta dettate, ma piuttosto nell'aver attribuito efficacia cogente alla regolazione di origine globale (57) e nell'aver reso più dettagliata quella, improntata ai medesimi principi, già contenuta nella direttiva 2006/48/CE (tra le modifiche di maggior rilievo, va segnalata quella relativa al divieto di prestare servizi di consulenza, in particolare in relazione ai prodotti finanziari strutturati) (58). È, quindi, proprio all'efficacia del meccanismo di *enforcement* che è necessario ora volgere l'attenzione.

Il sistema di registrazione e le sanzioni

La registrazione delle agenzie è la parte del regolamento in cui si misura una maggiore distanza rispetto al testo inizialmente proposto dalla Commissione. Quest'ultimo, infatti, si caratterizzava per un'attribuzione di competenze a favore delle autorità nazionali del Paese d'origine delle agenzie, a discapito del Cesr (59), ed era stato valutato in modo estremamente negativo dal gruppo di esperti presieduto da De Larosière (60).

L'attuale disciplina appare invece improntata al principio di leale collaborazione tra le autorità di vigilanza degli Stati membri (61). In modo da assicurare un controllo più efficace sulla domanda, le autorità competenti devono costituire un "collegio", ovvero una rete operativa supportata da un'infrastruttura informatica efficiente e coordinata da un "facilitatore" (62). Detto collegio dovrebbe rappresentare la «piattaforma effettiva per lo scambio di informazioni» tra autorità competenti; tuttavia, dato che esso non può emanare atti giuridicamente vincolanti, il compito di assumere decisioni individuali rispetto alle agenzie spetta alle autorità competenti dello Stato d'origine di quest'ultima (63).

Il procedimento di registrazione è il seguente. La domanda viene presentata al Cesr, il quale poi, a

sua volta, la trasmette alle autorità competenti di tutti gli Stati membri (64). L'autorità dello Stato d'origine dell'agenzia e i membri del collegio competente, di comune accordo, redigono una bozza di decisione circa la concessione o il rifiuto della registrazione (65), che viene trasmessa al Cesr, affinché esprima il proprio parere circa la sussistenza dei requisiti (66). Dopo aver ricevuto tale parere, il collegio riesamina la bozza e l'autorità del Paese d'ori-

Note:

(55) Art. 81, c. 1 e All. VI, pt. II, Dir. 2006/48/CE. Tali requisiti sono poi stati ulteriormente specificati in apposite linee guida prodotte dal gruppo europeo delle autorità bancarie: si v. Cebs, *Guidelines on the Recognition of External Credit Assessment Institutions*, 20 gennaio 2006.

(56) Si v. Iosco, *Code of Conduct Fundamentals*, *passim*. In senso analogo a quanto sostenuto nel testo, si v. F. Amtenbrink, J. De Haan, *Regulating Credit Ratings in the European Union*, cit., 1948 e G. Presti, *Le agenzie di rating: dalla protezione alla regolazione*, cit., 102.

(57) L'adesione al codice di condotta della Iosco è, infatti, volontaria. Tuttavia, negli anni precedenti è stato svolto un monitoraggio sul livello di *compliance* da parte delle agenzie, non solo dalla stessa rete transnazionale, ma anche dal Cesr: si v. il già citato CESR, *Second Report to the European Commission on the compliance of credit rating agencies with the Iosco Code*.

(58) Il codice Iosco si limita a prevedere la separazione tra l'attività di consulenza e quella di rating delle agenzie (art. 2.5). In linea generale, il reg., pur informandosi ai medesimi principi, si presenta più restrittivo: ad es., mentre il codice Iosco prevede un obbligo di *disclosure* laddove un'agenzia riceva più del 10% del suo fatturato da un unico emittente (art. 2.8., lett. c), il reg., come si è visto, impone tale requisito al superamento della soglia del 5%.

(59) Nel testo iniziale, la decisione definitiva sulla concessione o il rifiuto della registrazione spetta altresì all'autorità nazionale, che notifica la registrazione effettuata alla Commissione, al Cesr e alle altre autorità. Il riparto di competenze tra autorità nazionali e gruppo europeo dei regolatori è ancora più spostato a favore delle prime quanto alla vigilanza successiva alla registrazione delle agenzie: infatti, la decisione circa la revoca della registrazione spetta ai regolatori nazionali, mentre il Cesr può solo chiedere a questi ultimi di verificare se sussistano le condizioni preliminari a tale provvedimento. Si v. *Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo alle agenzie di rating del credito*, cit., art. 14, 15, cc. 1, 2 e 3, art. 17, cc. 1 e 3.

(60) Ad avviso del quale « la ripartizione dei compiti tra autorità [...] manca di efficacia e di efficienza », sicché sarebbe più razionale affidare il compito di autorizzare le agenzie e di sorvegliarne l'attività al Cesr: si v. The High Level Group on Financial Supervision in the EU, *Report* (c.d. Rapporto De Larosière), cit., par. 66-72 e raccomandazione 3. Per una critica, si v. anche F. Amtenbrink, J. De Haan, *Regulating Credit Rating Agencies in the European Union: A Critical First Assessment of the European Commission Proposal*, cit., 16.

(61) Il Reg. prevede un generale obbligo di cooperazione e di scambio di informazioni tra le autorità (art. 26-7).

(62) Cons. 46 e 49, art. 29, Reg. n. 1060/2009.

(63) Cons. 47 e 48, Reg. n. 1060/2009.

(64) Art. 15, cc. 1 e 4, e Cons. 46, Reg. n. 1060/2009.

(65) Art. 16, c. 1, Reg. n. 1060/2009.

(66) Art. 16, c. 6, Reg. n. 1060/2009.

gine adotta la decisione (67). Laddove si discosti dal parere del Cesr, quest'ultima deve fornire motivazioni esaustive (68); inoltre, in caso di costante disaccordo tra i membri del collegio, l'autorità competente dello Stato membro di origine deve adottare una decisione di rifiuto, anch'essa pienamente motivata, che identifica le autorità dissenzienti e illustra le loro opinioni (69).

Parimenti ispirata al principio di leale collaborazione tra le autorità di vigilanza è la disciplina della revoca della registrazione, che può essere disposta per venir meno dei requisiti ovvero per aver l'agenzia violato gravemente o ripetutamente le disposizioni del regolamento (70). La revoca viene deliberata dall'autorità del Paese d'origine, sulla base di una valutazione congiunta con i membri del collegio (71). In caso di dissenso, viene richiesto il parere del Cesr; se quest'ultimo è negativo, l'autorità del Paese d'origine può egualmente adottare una decisione di revoca, anche in questo caso purché «pienamente motivata» (72).

Il modello di registrazione delle agenzie che caratterizza il regolamento comunitario segue da vicino l'esempio statunitense, introdotto con il Craca (73). Dato il differente contesto istituzionale, però, l'attribuzione delle diverse funzioni non è stata agevole. Il meccanismo del collegio si presenta tutt'altro che soddisfacente, soprattutto a fronte della carente regolamentazione dell'ipotesi di dissenso tra le autorità (74). Tuttavia, lo stesso legislatore comunitario mostra di non considerare l'attuale assetto come definitivo (75). Al contrario, il funzionamento del meccanismo di registrazione delle agenzie sarà probabilmente oggetto di modifica laddove arrivi a compimento la riorganizzazione dell'architettura comunitaria per la vigilanza finanziaria. Com'è noto, infatti, il gruppo di esperti presieduto da Jacques de Larosière ha suggerito di rafforzare la cooperazione in materia, istituendo un Sistema europeo di vigilanza finanziaria, composto da tre autorità, competenti per i settori bancario, mobiliare e assicurativo (76), e tale prospettiva sembra esser stata fatta propria dalla Commissione (77). L'efficacia del meccanismo di registrazione appena esaminato risulterebbe chiaramente rafforzata dall'attribuzione delle relative funzioni all'autorità europea di vigilanza mobiliare, di cui si propone la costituzione.

Note:

(67) Art. 16, c. 7, Reg. n. 1060/2009.

(68) Art. 16, c. 7, Reg. n. 1060/2009.

(69) Art. 16, c. 7, Reg. n. 1060/2009.

(70) Art. 20, c. 1, Reg. n. 1060/2009. Sono previste altre due ipotesi: rinuncia alla registrazione da parte dell'agenzia e registrazione ottenuta sulla base di dichiarazioni false o altri mezzi irregolari.

(71) Art. 20, c. 2, Reg. n. 1060/2009.

(72) Art. 20, c. 2, Reg. n. 1060/2009.

(73) Si v. F. Partnoy, *Do away with rating based rules*, cit. (che commenta la prima proposta di regolamento; tuttavia, nonostante le successive modifiche, all'attuale testo rimangono applicabili le osservazioni relative al modello di riferimento, nel senso argomentato nel commento).

(74) In tal senso, si v. F. Amtenbrink, J. De Haan, *Regulating Credit Ratings in the European Union*, cit., 1930.

(75) Cons. 51, Reg. 1060/2009: «L'attuale sistema di vigilanza non dovrebbe essere considerato come la soluzione a lungo termine per il controllo delle agenzie di rating del credito. I collegi delle autorità competenti, che sono tenuti a semplificare in questo settore la cooperazione e la convergenza in materia di vigilanza nella Comunità, rappresentano un notevole passo avanti, ma non possono sostituire tutti i vantaggi di una vigilanza più consolidata del settore delle agenzie di rating. La crisi dei mercati finanziari internazionali ha dimostrato chiaramente che è opportuno esaminare ulteriormente la necessità di ampie riforme del modello di regolamentazione e di vigilanza del settore finanziario nella Comunità. Per realizzare il necessario livello di convergenza e cooperazione in materia di vigilanza nella Comunità e per sostenere la stabilità del sistema finanziario, sono assolutamente necessarie ulteriori ampie riforme del modello di regolamentazione e di vigilanza del settore finanziario nella Comunità, le quali dovrebbero essere prontamente proposte dalla Commissione, tenendo debitamente conto delle conclusioni presentate dal gruppo di esperti presieduto da Jacques de Larosière il 25 febbraio 2009. La Commissione dovrebbe, quanto prima possibile e comunque entro il 1° luglio 2010, trasmettere al Parlamento europeo, al Consiglio e alle altre istituzioni interessate le proprie osservazioni in merito, presentando le proposte legislative eventualmente necessarie per colmare le lacune riscontrate nell'ambito degli accordi di coordinamento e di cooperazione in materia di vigilanza».

(76) Si v. The High Level Group on Financial Supervision in the EU, *Report* (c.d. Rapporto De Larosière), 25 febbraio 2009, disponibile all'indirizzo http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_it.pdf, in particolare 50-62.

(77) Si v. la Comunicazione della Commissione, *European Financial Supervision*, 27 maggio 2009, COM(2009) 252 final, e le conclusioni raggiunte dall'Ecofin del 9 giugno 2009, in particolare parr. 7-8, disponibili all'indirizzo <http://www.consilium.europa.eu/App/NewsRoom/loadBook.aspx?id=350&lang=1&bid=93&infotarget=&target=>. In merito ai limiti della nuova architettura comunitaria per la vigilanza finanziaria, proposta nella comunicazione, si v. Iglesias Rodríguez, *Towards A New European Financial Supervision Architecture*, in *Columbia Journal of European Law Online*, 2009, disponibile all'indirizzo http://www.cjel.net/online/16_1-rodriguez/ e L. Spaventa, *La finanza e l'impotenza delle regole*, in *laRepubblica*, 29 giugno 2009. Nel settembre 2009, la Commissione ha poi presentato cinque proposte di regolamento, disponibili all'indirizzo http://ec.europa.eu/internal_market/finances/committees/index_en.htm#package, relative alla costituzione dello *European Systemic Risk Board (Esrb)*, con finalità e poteri di carattere sistemico (macro-prudenziale) e di tre autorità dedicate alla vigilanza per il settore bancario: l'*European Banking Authority (Eba)*, per il settore dei mercati mobiliari, l'*European Securities and Markets Authority (Esma)* e per il settore delle assicurazioni e dei fondi pensione, l'*European Insurance and Occupational Pension Authority (Eiopa)*. Le ultime tre andrebbero a costituire lo *European System of financial Supervision (Esf)*. Per un primo commento, si v. C. Brescia Morra, *Le nuove autorità per la finanza europea: il miglior compromesso possibile?*, 12 gennaio 2010, in www.nelmerito.it.

Un secondo aspetto, oltre a quello del riparto di competenze tra i diversi attori istituzionali coinvolti, su cui appare opportuno soffermarsi, è quello relativo alle sanzioni che possono essere comminate in ragione della violazione delle disposizioni del regolamento. Oltre alla revoca della registrazione, già menzionata, le autorità competenti dello Stato d'origine possono disporre il temporaneo divieto di emettere *rating* all'interno della Comunità e la sospensione dell'uso ai fini regolamentari dei *rating* emessi dall'agenzia (78). Inoltre, si prevede che gli Stati membri possano adottare tutte le misure necessarie ad assicurare l'applicazione del regolamento, purché siano efficaci, proporzionate e dissuasive (79). Tuttavia, è il caso di sottolineare che, in ragione della necessità di preservare l'indipendenza delle agenzie, le autorità competenti, nell'esercizio dei loro poteri di vigilanza, non possono in alcun caso sindacare la sostanza del *rating* e le metodologie utilizzate (80). Anche sotto il profilo dei limiti ai poteri delle autorità, quindi, il modello comunitario si presenta analogo a quello statunitense (81).

Conclusioni

L'operato delle agenzie di *rating* è tra i fattori che hanno favorito l'insorgere e il diffondersi della crisi finanziaria. Il regolamento comunitario di recente approvazione costituisce un primo passo verso un'efficace regolazione di tali organismi, ma presenta, al tempo stesso, alcuni limiti di non poco conto. La disciplina appena introdotta, come si è visto, si basa sulle regole di condotta già contenute nel codice Iosco e nella direttiva Crd, in parte limitandosi a riprodurle e in parte provvedendo ad un'opportuna specificazione. I principi di fondo sono quelli dell'indipendenza delle agenzie e della prevenzione dei conflitti di interesse, che si intende realizzare attraverso l'imposizione di obblighi di trasparenza e di *disclosure*. Si tratta di un'impostazione comune alla regolazione statunitense, dalla quale quella comunitaria mutua - seguendo peraltro in questo gli indirizzi contenuti nei comunicati del G20 - il modello di registrazione delle agenzie (82).

Per un verso, però, il funzionamento della procedura di registrazione si presenta, allo stato, farraginoso, sicché appare dubbia la sua idoneità ad imporre in maniera efficace le regole volte a limitare i conflitti di interesse delle agenzie, in passato volontarie (per la parte contenuta nel codice Iosco, dato che le misure previste dalla direttiva sull'adeguatezza patrimoniale sono già cogenti nell'ordinamento comunitario). Tale profilo appare però suscettibile di essere

fortemente modificato in ragione della più generale riforma dell'architettura comunitaria preposta alla vigilanza finanziaria, attualmente in corso, e potrà essere compiutamente valutato solo in tale contesto.

Per altro verso, però, destano perplessità alcune persistenti lacune, che il regolamento sembra lontano dal colmare. Ci si riferisce ad almeno tre aspetti: il nodo irrisolto del finanziamento; l'assenza di un'azione atta a depotenziare il valore regolamentare dei *rating*; i limiti intrinseci al modello di registrazione adottato.

Si è detto, infatti, come il primo costituisca il nucleo del conflitto di interessi che mina l'attività delle agenzie. Le istituzioni comunitarie mostrano di avere consapevolezza di tale problema, ma non assumono specifiche iniziative (83). Peraltro, l'identificazione di un sistema di finanziamento alternativo non si presenta agevole, dato che il modello in uso in precedenza, c.d. *investor pays*, comporta rischi elevati di *free riding* (84). In secondo luogo, si è visto che il rinvio ai *rating* a fini regolamentari amplifica l'aspirazione degli emittenti a ottenere valutazioni elevate e, quindi, peggiora il rischio di conflitti di interesse. Mentre, però, i più recenti interventi della Sec vanno nel senso di eliminare alcuni rinvii di tal tipo, la disciplina in commento la-

Note:

(78) Art. 24, c. 1, Reg. n. 1060/2009.

(79) Art. 36, Reg. n. 1060/2009.

(80) Cons. 58, Reg. n. 1060/2009.

(81) In base al Craca, alla Sec è vietato di «regulate the substance of credit ratings or the procedures and methodologies by which any [Nrsro] determines credit ratings»: J. Hunt, *Credit Rating Agencies And The "Worldwide Credit Crisis"*, cit., 125-7.

(82) Si v. G20, *Declaration of the Summit on Financial Markets and the World Economy*, 15 Novembre 2008, Washington DC, disponibile all'indirizzo <http://www.g8.utoronto.ca/g20/2008-leaders-declaration-081115.html>, che indicava, tra gli obiettivi a breve termine relativi alla regolazione prudenziale, il controllo da parte della Iosco sull'effettiva *compliance* delle agenzie al suo codice di condotta, e, tra quelli a medio termine, che «credit rating agencies that provide public ratings should be registered». La dichiarazione successiva è più precisa ed esaustiva, disponendo che «all Credit Rating Agencies whose ratings are used for regulatory purposes should be subject to a regulatory oversight regime that includes registration»: si v. G20, *Declaration on strengthening the financial system*, 2 aprile 2009, disponibile all'indirizzo http://www.g20.org/pub_communique.aspx.

(83) Si v. cons. 73, Reg. n. 1060/2009: «La Commissione dovrebbe inoltre presentare una relazione al Parlamento europeo e al Consiglio in cui si valutino [...] le possibili alternative al modello "issuer pays"».

(84) Laddove venga introdotto tale modello, sarebbe difficile garantire che l'investitore che paga le agenzie non fornisca poi le valutazioni di queste ultime a coloro che non hanno sottoscritto il servizio: si v., *ex multis*, J.C. Coffee, *The Mortgage Meltdown And Gatekeeper Failure*, cit.

scia immutata la valenza regolamentare dei *rating* all'interno del quadro normativo comunitario. Infine, lo stesso modello di registrazione delle agenzie, che si basa su di un controllo limitato alla verifica degli obblighi procedurali e di trasparenza, è stato oggetto di critiche sempre più frequenti. Infatti, esso non riuscirebbe a contrastare in modo efficace la tendenza di dette imprese ad elevare le proprie valutazioni e a rifuggire dal praticare il *downgrading*, tendenza costantemente alimentata dal modello *issuer pays*. Data la difficoltà di introdurre un meccanismo di finanziamento alternativo, è stata sostenuta la necessità di predisporre sanzioni basate sulla *performance* delle agenzie (sul loro c.d. *default rate*), che possano costituire un deterrente idoneo a controbilanciare tale incentivo. In particolare, si presenta di particolare interesse la proposta volta ad introdurre un obbligo di restituire i proventi derivanti dall'emissione di *rating* poi rivelatisi erronei (laddove il margine di errore verrebbe ancorato a parametri oggettivi), relativi a nuovi prodotti di finanza strutturata (rispetto ai quali, come si è visto, le metodologie utilizzate dalle agenzie si sono rivelate particolarmente carenti) (85).

Com'è stato di recente osservato, nessun intervento relativo alle agenzie si presenta, di per sé, risolutivo, e anzi molte delle misure proposte possono presentare controindicazioni; tuttavia, è auspicabile che, attraverso un uso coordinato di una pluralità di strumenti, si riesca ad innescare una «spirale virtuosa» (86). Il regolamento in commento avvia un'opportuna riforma delle agenzie; perché possa essere efficace, è però necessario che venga accompagnato da ulteriori (e più incisive) modifiche.

Note:

(85) J. Hunt, *Credit Rating Agencies And The "Worldwide Credit Crisis"*, cit., 182 ss., propone un «disclose or disgorge approach»: ovvero di lasciare alle agenzie la possibilità di scegliere tra restituire i profitti derivanti da *rating* relativi ai derivati finanziari di qualità inferiore ad un determinato standard, ovvero di dichiarare, al momento dell'emissione, che tali *rating* sono di bassa qualità. Una proposta in parte analoga è stata avanzata in precedenza da J.C. Coffee, *The Mortgage Meltdown And Gatekeeper Failure*, cit., il q., però, ricollega ad una percentuale di *default* da parte dell'agenzia superiore ad una soglia preventivamente individuata dalla Sec una conseguenza diversa, ovvero la sospensione della registrazione. Per un raffronto tra le due proposte, si v. D. Darcy, *Credit rating agencies and the credit crisis*, in particolare 658-67.

(86) G. Presti, *Le agenzie di rating*, cit., 105.

RIVISTE

Azienditalia il Personale

Gestione e amministrazione del personale degli enti locali

Coordinatore scientifico: Stefania Tagliabue

Periodicità: mensile

La Rivista rappresenta uno strumento indispensabile per gestire al meglio le **risorse umane negli enti locali** in un quadro normativo e contrattuale profondamente modificato e innovato e in continua evoluzione.

Fornisce informazioni e conoscenze sui diversi aspetti giuridico-contrattuali del **rapporto di lavoro**, sul trattamento economico e previdenziale, sulle nuove forme di lavoro possibili e sulle più aggiornate metodologie di organizzazione, gestione e valutazione delle risorse umane, in linea con le riforme in atto e con le nuove esigenze professionali dei responsabili degli enti e dei loro consulenti.

Informazione costante e aggiornata attraverso: importanti **commenti d'autore**, **esperienze** significative di enti, accurata **selezione di norme, prassi e giurisprudenza** rilevanti in materia, **formule, modelli, schemi** esemplificativi e **inserti di approfondimento**.

Compreso nel prezzo dell'abbonamento anche **Azienditalia on-line**. All'indirizzo www.ipsoa.it/azienditalia gli abbonati alla rivista possono accedere gratuitamente al servizio on-line con:

- **contenuti integrativi:** news, documentazione e strumenti;
- **l'ultimo numero della Rivista**, ancora in fase di stampa, in pdf;
- **l'archivio dei fascicoli** in formato pdf degli ultimi 12 mesi della Rivista.

Abbonamento annuale: (compreso *Azienditalia*) € 1.30,00

Per informazioni e acquisti

- **Servizio Informazioni Commerciali**
(tel. 02.82476794 - fax 02.82476403)
- **Agente ipsoa di zona** (www.ipsoa.it/agenzie)
- <http://shop.wkd.it/ipsoa>

