

COMMENTARIO T.U.F.
DECRETO LEGISLATIVO 24 FEBBRAIO 1998, N. 58
E SUCCESSIVE MODIFICAZIONI

Tomo I - Artt. 1-101

a cura di
Francesco Vella



G. Giappichelli Editore – Torino

© Copyright 2012 - G. GIAPPICHELLI EDITORE - TORINO
LINEA PROFESSIONALE - TORINO
VIA PO, 21 - TEL. 011-81.53.111 - FAX 011-81.25.100
<http://www.giappichelli.it>

ISBN/EAN 978-88-7524-222-0 (Due tomi indivisibili)

Composizione: Voxel Informatica s.a.s. - Chieri (To)

Stampa: Stampatre s.r.l. - Torino

Le fotocopie per uso personale del lettore possono essere effettuate nei limiti del 15% di ciascun volume/fascicolo di periodico dietro pagamento alla SIAE del compenso previsto dall'art. 68, commi 4 e 5, della legge 22 aprile 1941, n. 633.

Le fotocopie effettuate per finalità di carattere professionale, economico o commerciale o comunque per uso diverso da quello personale possono essere effettuate a seguito di specifica autorizzazione rilasciata da CLEARedi, Centro Licenze e Autorizzazioni per le Riproduzioni Editoriali, Corso di Porta Romana 108, 20122 Milano, e-mail autorizzazioni@clearedi.org e sito web www.clearedi.org.

Individuazione dell'autorità competente ai fini del regolamento (CE) n. 1060/2009, relativo alle agenzie di rating del credito

1. La Consob è l'autorità competente ai fini dell'applicazione delle disposizioni del regolamento (CE) n. 1060/2009 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 settembre 2009, relativo alle agenzie di rating del credito. A tale fine la Consob svolge i compiti indicati dal predetto regolamento, esercita i poteri e adotta le misure di vigilanza previsti dagli articoli 23, 24 e 25 del medesimo regolamento.

2. Ai fini dell'esercizio delle rispettive competenze, la Consob, la Banca d'Italia, l'Isvap e la Commissione di vigilanza sui fondi pensione, anche sulla base di appositi protocolli d'intesa, collaborano tra loro e si scambiano informazioni riguardanti le agenzie di cui al comma 1 e l'utilizzo dei rating a fini regolamentari da parte dei soggetti indicati dall'articolo 4, paragrafo 1, del regolamento di cui al comma 1, vigilati dalle predette autorità.

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. Lo sviluppo del “mercato” dei *rating* e cenni sull'evoluzione della disciplina nell'ordinamento statunitense. – 3. Il reg. CE n. 1060 del 2009 e l'esigenza di introdurre una disciplina continentale e unitaria per l'esercizio dell'attività delle agenzie di *rating*. – 4. I poteri di controllo dell'AESFEM e la collaborazione con le *authorities* nazionali.

Commento di
Marco Palmieri

1. L'introduzione all'interno del Tuf dell'articolo in commento ad opera dell'art. 1, d.lgs. 5 ottobre 2010, n. 176, rispondeva all'esigenza di raccordare la normativa del mercato finanziario italiano a quella comunitaria volta a disciplinare in via diretta l'attività delle agenzie di *rating* secondo la versione inizialmente emanata del reg. CE n. 1060 del 2009¹. Il successivo intervento operato dal reg. UE n. 513 del 2011 del Parlamento europeo e del Consiglio dell'11 maggio 2011 ha fortemente modificato l'assetto dei con-

trolli, affidando all'Autorità di vigilanza europea degli strumenti finanziari e dei mercati (in breve AESFEM)² – istituita con reg. UE n. 1095 del 2010 del Parlamento europeo e del Consiglio – i compiti di controllo dapprima assegnati alle *authorities* nazionali. Tale percorso non pare, peraltro, potersi dire concluso, dato che la Commissione Europea ha recentemente comunicato la volontà di intervenire nuovamente sulla materia a mezzo di nuovi emendamenti al regolamento e alle direttive ad esso collegata, al fine di rafforzare l'indipendenza delle agenzie, nonché di depotenziare il valore “quasi istituzionale” finora attribuito dei giudizi resi dalle agenzie³.

¹ Cfr. anche la disposizione sanzionatoria contenuta nell'art. 193, comma 1-*quinquies*, Tuf. Come ricordano ENRIQUES, GARGATINI, *Rating e regolamentazione*, 477 s., prima dell'intervento riformatore operato dal d.lgs. 5 ottobre 2010, n. 176, gli unici riferimenti al *rating* all'interno della disciplina nazionale primaria dei mercati finanziari erano contenuti nell'art. 2, comma 4, l. n. 130 del 1999 e nell'art. 100-*bis*, comma 4, Tuf.

² Indicato, più comunemente come ESMA, acronimo inglese di *European Securities and Markets Authority*.

³ Cfr. le proposte contenute in COM(2011) 746 e COM(2011) 747 del 15 novembre 2011.

mento (CE) n. edito

delle disposizioni del Consiglio, del fine la Consob e adotta le misure di regolamento.

la Banca d'Italia, alla base di approvazioni riguardanti regolamentari da amento di cui al

si sull'evoluzione della e l'esigenza di introdurre le agenzie di rating. - nazionali.

rità di vigilanza finanziaria e dei mercati istituita con reg. UE Parlamento europeo e di controllo dipartimenti nazionali. Tale, potersi dire commissione Europea ha o la volontà di intervenire materia a mezzo di regolamento e alle di al fine di rafforzare le istituzioni, nonché di depennare istituzionale" finora dalle agenzie³.

ente come ESMA, acronimo per European Securities and Markets Authority. in COM(2011) 746 e del 2011.

L'esame dell'articolo – il cui dettato appare ormai obsoleto e oggetto, verosimilmente, di un futuro intervento correttivo, in parte anticipato dalla norma introdotta dalla Consob nel Reg. emittenti che dispone laconicamente che «Lo svolgimento dell'attività di emissione di rating del credito è svolta in conformità al Regolamento n. 1060/2009/CE e successive modifiche»⁴ – può risultare comunque interessante per verificare la rapida evoluzione della normativa nazionale e comunitaria rispetto all'esigenza di approntare un controllo verso degli attori del mercato la cui fondamentale importanza è stata evidenziata dalla recente crisi finanziaria mondiale. Le principali agenzie di rating hanno difatti giocato un ruolo di primo piano nella costruzione delle cartolarizzazioni degli ormai famigerati mutui ipotecari "subprime" concessi per l'acquisto delle abitazioni delle famiglie statunitensi non abbienti⁵.

2. Il ruolo avuto dalle agenzie di rating nell'errata valutazione della fragilità delle operazioni finanziarie succitate, che ha condotto al fallimento o al salvataggio per mano pubblica di numerosi istituti di credito a livello internazionale, ha costituito, a fronte degli effetti sistemici, una delle cause principali dell'attuale crisi economica mondiale.

Simili avvenimenti hanno drammaticamente sottolineato l'importanza ormai acqui-

⁴ Così recita il nuovo testo dell'art. 69-decies del regolamento emittenti introdotto con delibera Consob 20 gennaio 2012, n. 18079, nell'apparente tentativo (criticabile in merito al rispetto del principio della supremazia della legge) di "aggiornare" il disposto dell'articolo in commento prima che il Parlamento o il Governo – in via delegata – operino le correzioni alla normativa di fonte primaria. Per un esame della norma, che inizialmente includeva le agenzie di rating nella disciplina delle raccomandazioni a fronte del dettato dell'art. 114, comma 8, Tuf, come emendato dal recepimento della direttiva *market abuse* effettuato dall'art. 9, l. 18 aprile 2005, n. 62, e poi, successivamente all'intervento operato dall'art. 14, comma 1, l. 28 dicembre 2005, n. 262 (c.d. legge sul risparmio), le esclude, cfr. PRESTI, *Le agenzie*, 93 s.; MARULLO DI CONDOJANNI, *Le valutazioni del merito*, 155 ss.

⁵ Per una ricostruzione della vicenda cfr. HEGGEN, *Not always*, 1747 ss. e 1753 s.; SHORTER, SEITZINGER, *Credit Rating Agencies*, 5 ss.; FERRI, LATICIGNOLA, *Le agenzie*, 141 ss. Per un'analisi critica del ruolo delle agenzie nel precedente caso Enron cfr. HILL, *Regulating*, 44 ss.

sita dai giudizi resi dalle agenzie di rating per il funzionamento del mercato finanziario mondiale (si pensi al peso delle valutazioni dei titoli nella formazione del capitale di vigilanza delle banche, oppure nella formazione dei panieri dei fondi comuni di investimento o nei fondi pensione, ecc.) e, di conseguenza, hanno indotto il legislatore comunitario ad approntare una disciplina per un settore che si era evoluto, per lungo tempo, principalmente nella sola cornice dell'autonomia negoziale e dei pochi, marginali interventi normativi operati dal legislatore statunitense.

Gli albori del mercato del rating si possono ricondurre agli inizi del secolo scorso⁶, alle recensioni rilasciate in merito ai titoli di debito emessi dalle società ferroviarie nordamericane (e, successivamente, dai singoli Stati confederati e dalle amministrazioni locali), da quelle che ancora oggi rappresentano le principali agenzie, nella totale assenza di un quadro normativo di riferimento⁷. Un primo, indiretto riconoscimento pubblico del compito svolto dalle agenzie si ebbe solamente nel 1936 ad opera del *Comptroller of the Currency* statunitense, che decretò la necessità che il patrimonio delle banche potesse essere formato unicamente da strumenti finanziari dotati di un rating c.d. *investment-grade*⁸. Tale decisione permise alle poche imprese allora operanti di acquisire un ruolo strategico nel mercato finanziario nordamericano, e successivamente mondiale, a scapito della con-

⁶ Moody's venne fondata nel 1909; Standard Co. nacque nel 1916 e si fuse con Poor's (creata nel 1920, al pari di Fitch) nel 1941. Per una ricostruzione storica, v., *ex multis*, HILL, *Regulating*, 46 ss.; PRESTI, *Le agenzie*, 78 s.; FERRI, LATICIGNOLA, *Le agenzie*, 27 ss. Le prime agenzie di rating di cui si ha notizia vennero fondate tuttavia a New York nella seconda metà dell'800: cfr. sul punto cfr. CANTOR, PACKER, *The Credit*, 1 s.

⁷ Cfr. COFFEE, *Gatekeepers*, 247 ss.

⁸ Già nel 1931 il giudizio *investment grade* era richiesto per l'iscrizione dei titoli al loro «book value»: sul punto cfr. CANTOR, PACKER, *The Credit*, 6. Le valutazioni inferiori all'*investment grade* vengono indicate quali *speculative grade*, o, prosaicamente, come "junk bonds", letteralmente titoli spazzatura. Guardando alle principali scale di merito vengono considerati normalmente appartenere alla categoria di investimenti "sicuri" i titoli il cui giudizio è ricompreso fra la c.d. "tripla A", che simboleggia il minimo rischio di insolvenza e "BBB-" per Moody's o "Baa3" per Standard&Poors.

correnza e, secondo un'accusa già all'epoca diffusa, della obiettività e della trasparenza dei giudizi⁹.

Benché queste criticità fossero note sin dalla prima metà del secolo scorso, esse non produssero, tuttavia, degli effetti negativi tali da richiedere l'introduzione di una più decisa regolamentazione pubblica. La situazione restò pressoché immutata sino al 1975, anno in cui la SEC avvertì la necessità di limitare il rischio che nuove agenzie conquistassero fasce di mercato rilasciando dei falsi giudizi positivi. Il legislatore americano introdusse quindi la qualifica di *Nationally Recognized Statistical Ratings Organizations* (NRSROs), assegnando tale denominazione alle agenzie esistenti; titolo che permise a queste ultime di cristallizzare la posizione di uniche imprese pubblicamente riconosciute quali enti per la classificazione della solvibilità degli emittenti¹⁰.

Pressoché contemporaneamente si diffuse

⁹ Sul punto cfr. PARTNOY, *The Siskel and Ebert*, 686 ss. È interessante notare come già in un articolo intitolato *Bond battles*, apparso anonimo sul Time del 20 luglio 1938 (reperibile all'indirizzo internet <http://www.time.com/time/magazine/article/0,9171,788757-2,00.html>), si riportasse l'analisi critica di un economista di rilievo dell'Università di Chicago, Melchior Palyi, che evidenziava come «*The ruling of the Comptroller has put the 'recognized' agencies into a strategic position which may permit them virtually to control the market. The agencies are under no governmental or other supervision ... are extremely secretive about the technique at which they arrive at their judgements*». Per una critica al riconoscimento pubblico del valore dei giudizi emessi dalle agenzie v. WHITE, *Credit Rating Agencies*, 179. Per un'accurata ricostruzione del sostanziale monopolio in cui operano le tre principali agenzie e per un'analisi dell'operatività delle restanti agenzie che operano in ambito nazionale prevalentemente nel sud-est asiatico cfr. FERRI, LATICIGNOLA, *Le agenzie*, 31 ss. e 45 ss.

¹⁰ Prima del varo del *Credit Agency Reform Act* del 2006 si potevano contare unicamente cinque NRSROs, due delle quali controllavano da sole i quattro quinti del mercato. Anche se da allora il numero delle agenzie riconosciute è sostanzialmente raddoppiato, non pare potersi dire venuta meno la posizione di predominio assunta dalle due agenzie. Il potere acquisito da queste imprese è stato ben sottolineato da T. Friedman in *Foreign Affairs*; *Don't Mess With Moody's*, articolo apparso sul *N.Y. Times* già del 22 febbraio 1995: «*In fact, you could almost say that we live again in a two-superpower world. There is the U.S. and there is Moody's. The U.S. can destroy a country by leveling it with bombs; Moody's can destroy a country by downgrading its bonds*». Il testo è reperibile all'indirizzo internet <http://www.nytimes.com/1995/02/22/opinion/foreign-affairs-don-t-mess-with-moody-s.html>.

la pratica di addossare il costo del giudizio di *rating* in capo all'emittente, invertendo in questo modo l'onere del prezzo del servizio che fino ad allora era stato corrisposto dagli utilizzatori, al fine di rendere più facile l'accesso alle informazioni a favore dei potenziali investitori, oltre che per contrastare l'abusiva diffusione delle valutazioni che la nascente società dell'informazione telematica iniziava a permettere¹¹.

Poco più di un trentennio dopo la posizione di predominio assunta da poche agenzie nella quasi totale assenza di regolamentazione¹² si è rivelata essere una delle principali cause nella produzione dei dissesti finanziari che hanno caratterizzato i primi anni del secolo attuale. Per sanare tali squilibri, il legislatore americano ha quindi rivisto la normativa esistente, promulgando nel 2006 il *Credit Agency Reform Act*.

Questa prima riforma ha modificato il *Securities Exchange Act* del 1934 a mezzo dell'inserzione di un'inedita *Section 15E* (nello *U.S. Code* indicata *sub 15 U.S.C. § 78o-6*), che prevede una veloce procedura per il riconoscimento del titolo di *Nationally Recognized Statistical Ratings Organizations* (NRSROs)¹³,

¹¹ Sul punto cfr. HILL, *Regulating*, 53 ss. Sui problemi di conflitto di interesse presenti in entrambi i modelli cfr. l'*Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations* stilato dalla SEC nel giugno del 2008, 45 ss., reperibile all'indirizzo internet <http://www.sec.gov/divisions/marketreg/ratingagency/nrsroannrep0608.pdf>. Sul punto cfr. anche PARTNOY, *How and Why*, 68 ss.; MAZZONI, *Osservazioni*, 220 ss.

¹² Tale modello è stato definito paradossale dalla più attenta dottrina americana: cfr. PARTNOY, *The Paradox*, 1 ss. Sul punto cfr. anche MACEY, *The US experience*, 40 s. Per una ricostruzione del dibattito PRESTI, *Le agenzie*, 81 ss.

¹³ Al fine di ottenere tale titolo è sufficiente che l'agenzia interessata comunichi alla SEC una lista dei 20 maggiori clienti, siano essi emittenti o sottoscrittori di strumenti finanziari che utilizzano i servizi della agenzia, oltre ad una lista di 10 investitori professionali qualificati che vi fanno normalmente riferimento. La permanenza di simili requisiti viene accertata di anno in anno. In precedenza era sufficiente che l'agenzia risultasse «*widely accepted in the United States as an issuer of credible and reliable ratings*». La nuova disciplina ricalca sostanzialmente lo schema predisposto dal Comitato di Basilea della Banca dei Regolamenti Internazionali per il riconoscimento della qualifica di *External Credit Assessment Institutions* (ECAI), necessario affinché i giudizi

to del giudizio di e, invertendo in rezzo del servizio corrisposto dagli re più facile l'acore dei potenziali trastare l'abusiva che la nascente lematica iniziava

io dopo la posi- da poche agen- di regolamenta- delle principali dissesti finanziari rimi anni del se- squilibri, il legi- rivisto la norma- nel 2006 il Cre-

modificato il Se- 34 a mezzo del- cion 15E (nello J.S.C. § 780-6), edura per il rico- onally Recognized ms (NRSROs)¹³,

ing, 53 ss. Sui pro- ti in entrambi i mo- ally Recognized Stati- alla SEC nel giugno rizzo internet <http://www.sec.gov/rules/nrsroannrep> PARTNOY, *How and Why*, 220 ss.

to paradossale dalla PARTNOY, *The Palace*, *The US Expedient* dibattito PRESTI,

lo è sufficiente che SEC una lista dei 20 ti o sottoscrittori di servizi della agenzia, professionali qualifi- rimento. La perma- ata di anno in anno. agenzia risultasse «wi- s an issuer of credible aplina ricalca sostan- al Comitato di Basi- internazionali per il External Credit Asses- no affinché i giudizi

e di più stringenti norme sul conflitto di interesse, sugli obblighi di pubblicazione dei dati non coperti da segreto professionale nonché delle risultanze statistiche necessarie a dare piena dimostrazione dell'accuratezza dei rating assegnati. Questi doveri, specificati dalla normativa secondaria emanata dalla SEC¹⁴, mantenevano una natura solamente pubblica: gli utilizzatori delle valutazioni emesse dalle NRSROs erano infatti privi della possibilità di ottenere giudizialmente i dati descritti o di forzare le agenzie a tenere i comportamenti imposti [Section 15E(m)(2)], benché alle stesse valutazioni fosse riservata rilevanza legale in numerose procedure di interesse pubblico¹⁵. Gli investitori che ricevevano gratuitamente il servizio potevano contare unicamente sul rispetto da parte della agenzia del codice etico eventualmente adottato, risultando escluso il diritto ad ottenere un risarcimento ai sensi della Section 18 del Securities Exchange Act del 1934 per i possibili misleading statements contenuti nei pareri rilasciati¹⁶.

rilasciati dalle agenzie possano essere utilizzati per la valutazione del patrimonio degli istituti.

¹⁴ Per un'analisi delle vigenti Rules predisposte dalla SEC e dei loro punti controversi (quali, ad es., una ridefinizione degli obblighi informativi circa le risultanze statistiche dei rating applicati), cfr. la proposta di emendamento contenuta in Oversight of Credit Rating Agencies Registered as Nationally Recognized Statistical Rating Organizations, reperibile all'indirizzo internet <http://www.sec.gov/rules/final/2007/34-55857r.pdf>, a cui ha fatto seguito il recepimento degli emendamenti alle Rules proposte, entrate in vigore il 10 aprile 2009: <http://www.sec.gov/rules/final/2009/34-59342.pdf>. Per un'analisi del comportamento delle agenzie nel caso Enron e per la loro sostanziale assoluzione, pur in presenza di indici di conflitto di interesse, v. CACCHI PESSANI, *Corporate governance*, 777 s.

¹⁵ Si pensi, ad esempio, al recepimento della disciplina tracciata dal Comitato di Basilea della Banca dei Regolamenti Internazionali in tema di requisiti patrimoniali minimi delle banche, c.d. accordo Basilea II, che impone per la valutazione dei crediti che compongono il patrimonio degli istituti il ricorso ai giudizi rilasciati dalle sole NRSROs, oppure alle esenzioni previste a favore delle società di investimento dalla Section 6(a)(5)(A)(iv)(I) dell'Investment Company Act del 1940, o ancora alla valutazione della solidità degli enti depositanti ai sensi del Federal Deposit Insurance Act del 1950).

¹⁶ Tale soluzione restringeva la responsabilità delle agenzie, sottraendole, in buona parte, al rischio che nei loro confronti venissero svolte delle class action per l'erroneità dei giudizi rilasciati. Per un'analisi della normativa all'epoca vigente cfr. HILL, *Regulating*, 55 ss.

Tale impostazione, anche alla luce del valore legale attribuito ai giudizi rilasciati dalle NRSROs, ha risentito dell'amplia interpretazione che viene data nell'ordinamento statunitense alla libertà di espressione riconosciuta dal primo emendamento alla Costituzione federale del 1776, che è stata spesso opposta da parte delle agenzie di rating chiamate a rispondere delle valutazioni errate rilasciate come valido argomento a propria difesa¹⁷.

Proprio su questo versante ha inciso profondamente il Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act del 21 luglio 2010, che ha provveduto a rafforzare in modo significativo i doveri e le responsabilità a cui sono esposte le agenzie di rating operanti sul mercato finanziario statunitense, rafforzando l'idea che le stesse svolgano un'impresa di evidente rilevanza pubblica.

In tale direzione si debbono ricordare, in primis, gli interventi volti a migliorare i controlli interni, a separare la funzione di analisi finanziaria da quella commerciale, a impedire che i dipendenti delle società sottoposte a giudizio possano essere assunti dalle agenzie di rating con mansioni suscettibili di un possibile conflitto di interessi, nonché a imporre una disclosure e una revisione delle perfor-

¹⁷ Esistono tuttavia alcune eccezioni: significativa sul punto, in quanto riassuntiva delle differenti tesi, appare la pronuncia resa dal Giudice S. A. Scheidlin della Southern District Court of New York, nel caso *Abu Dhabi Commercial Bank et al. V. Morgan Stanley et al.*, 32 ss.: «The Rating Agencies argue that plaintiffs have not pled an actionable misrepresentation because (1) the Rating Agencies are entitled to immunity under the First Amendment and (2) even if Rating Agencies could be liable, their ratings are nonactionable opinions. It is well-established that under typical circumstances, the First Amendment protects rating agencies, subject to an "actual malice" exception, from liability arising out of their issuance of ratings and reports because their ratings are considered matters of public concern. However, where a rating agency has disseminated their ratings to a select group of investors rather than to the public at large, the rating agency is not afforded the same protection [...] I also reject the argument that Rating Agencies' ratings in this case are nonactionable opinions. "An opinion may still be actionable if the speaker does not genuinely and reasonably believe it or if it is without basis in fact"». Per un esame delle eccezioni al Primo emendamento basate sull'«actual malice» e sul «matter-of-public-concern» e sulle difficoltà connesse ad una loro applicabilità cfr. HEGGEN, *Not always*, 1754 ss. Per un'analisi critica cfr. PARTNOY, *How and Why*, 84 ss.

mances e delle metodologie di calcolo¹⁸, oltre al rafforzamento in chiave di indipendenza della *corporate governance* delle agenzie (*Section 932*). A queste disposizioni, attinenti all'organizzazione interna in funzione di contrasto dei conflitti di interesse, si aggiungono gli obblighi di riferire le eventuali condotte illegali poste in essere dagli emittenti giudicati (*Section 934*), di assicurare – tramite verifiche periodiche – un'adeguata qualifica dei dipendenti preposti al componimento del *rating* (*Section 936*), di adottare scale di giudizio composte da simboli che mantengano il loro significato circa la probabilità di *default* dell'emittente a prescindere dalla categoria di strumenti (*Section 938*)¹⁹, di rimuovere il valore legale attribuito alle valutazioni in numerose normative di settore (*Section 939*)²⁰.

Fra le misure adottate o la cui attuazione viene demandata alla SEC, vanno ricordate, inoltre, per la loro significatività, quella apportate dalla *Section 939*, che ha eliminato l'esenzione dalla c.d. *Fair Disclosure Rule*²¹ imponendo anche alle agenzie di *rating* dei maggiori obblighi di diffusione delle informazioni, e dalla *Section 939G*, che ha reso applicabile anche alle NRSROs la *Rule 436(g)* della SEC: quest'ultima disposizione aveva l'effetto di sottrarre alla responsabilità per le false informazioni contenute nel prospetto *ex Section 11* del *Securities Act* del 1933 le agenzie dotate del riconoscimento pubblico, dato che i giudizi rilasciati dalle stesse potevano essere pubblicati anche senza il loro consenso al pari di quelli forniti da soggetti non esperti²².

¹⁸ Cfr. HUNT, *Credit Rating*, 109 ss., che propone di imporre alle agenzie un obbligo risarcitorio nel caso i giudizi si rivelino inadeguati, a meno che le stesse non li dichiarino di scarsa qualità.

¹⁹ Tale previsione risponde all'esigenza di uniformare le scale di *rating* che le agenzie avevano predisposto per le differenti classi di emittenti, pur mantenendo identici simboli: ciò poteva significare che emittenti valutati con la medesima combinazione di lettere sconterebbero differenti probabilità di *default* in quanto appartenenti a differenti settori, a danno quindi degli investitori.

²⁰ Per un'analisi economica dell'incidenza del valore legale del *rating* cfr. FERRI, LATICIGNOLA, *Le agenzie*, 110 ss.

²¹ Racchiusa nel titolo 17, parte 243, sezione 100, del *Code of Federal Regulations*.

²² Al contrario, per assurdo, delle agenzie non NRSROs.

Infine, più radicalmente, il *Dodd-Frank Act* affida alla SEC il compito di studiare possibili misure idonee a rafforzare l'indipendenza delle agenzie (*Section 939C*), con particolare riguardo agli strumenti finanziari strutturati (*Section 939F*)²³, e assegna al *Comptroller General of the United States* l'incarico di indagare dei modelli alternativi di compenso (*Section 939D*) nonché la possibilità della creazione di un'agenzia di analisi indipendente (*Section 939E*), sancendo così la fine, almeno ideale, della supremazia di cui le principali NRSROs hanno finora goduto²⁴.

3. I tentativi di introdurre una regolamentazione sovranazionale delle agenzie di *rating* sono piuttosto recenti. Solamente il 25 settembre 2003, a seguito di una prima indagine circa le modalità di svolgimento delle attività delle agenzie²⁵, la IOSCO ha introdotto un primo *Statement of principles regarding the*

Cfr. sul punto CARBONE, *The impact*, 1 ss. Cfr. anche l'intervento operato alla *Section 15E(m)* del *Securities Exchange Act* del 1934 da parte della *Section 933* del *Dodd-Frank Act*. Sul punto cfr. PARTNOY, *Rethinking Regulation*, 195 ss.

²³ Su tali problemi cfr., *ex multis*, PARTNOY, *How and Why*, 73 ss. Risultano particolarmente interessanti i dati riportati dal rapporto IMF, *Containing Systemic Risks and Restoring Financial Soundness, Global Financial Stability Report, World Economic and Financial Surveys*, 2008, 59 ss., in merito alla percentuale di massima affidabilità riconosciuta dalle agenzie alle cartolarizzazioni dei mutui. Sul punto cfr. anche l'analisi di SY, *The Systemic Regulation*, 15 ss.

²⁴ La proposta di sostituire i giudizi emessi dalle agenzie con dei *rating* impliciti già suggerita nel passato – PARTNOY, *The Siskel and Ebert*, 704 ss.; ID., *How and Why*, 91 ss. – non è stata accolta dalla recente riforma. Per una critica cfr. ENRIQUES, GARGATINI, *Rating e regolamentazione*, 497 ss., i quali ne sottolineano l'opacità, i rischi di volatilità in caso di assenza di liquidità, la mancanza di un mercato per gli emittenti minori, nonché l'assenza di accesso alle informazioni riservate da parte dei loro emittenti sui debitori sottostanti. Non sembra errato rilevare che simili critiche, pur corrette, non colgono appieno nel segno, dato che non prendono in considerazione che tali strumenti derivati non sono altro che proiezioni del prezzo futuro (e quindi della possibilità di solvenza), che poco aggiungono, di per sé, alle speculazioni che il mercato normalmente già compie sul prezzo dello strumento sottostante.

²⁵ IOSCO, *Report on the activities of credit rating agencies*, settembre 2003, reperibile all'indirizzo internet <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD153.pdf>.

ente, il Dodd-Frank
 upito di studiare pos-
 forzare l'indipenden-
 939C), con partico-
 ati finanziari strut-
 assegna al *Comp-*
osed States l'incarico
 alternativi di com-
 hé la possibilità del-
 di analisi indipen-
 facendo così la fine,
 premazia di cui le
 lo finora goduto²⁴.

urre una regolamen-
 lle agenzie di rating
 olamente il 25 set-
 i una prima indagi-
 obbligo delle atti-
 SCO ha introdotto
 nciples regarding the

mpact, 1 ss. Cfr. anche
 n 15E(m) del *Securities*
 te della Section 933 del
 r. PARTNOY, *Rethinking*

multis, PARTNOY, *How*
 colarmente interessanti i
 Containing Systemic Risks
 ss, *Global Financial Sta-*
and Financial Surveys,
 centuale di massima affi-
 zioni alle cartolarizzazioni
 e l'analisi di SY, *The Sy-*

e i giudizi emessi dalle
 già suggerita nel passato
 ri, 704 ss.; ID., *How and*
 ta dalla recente riforma.
 GARGATINI, *Rating e re-*
 ne sottolineano l'opa-
 di assenza di liquidità, la
 i emittenti minori, non-
 formazioni riservate da
 debitori sottostanti. Non
 li critiche, pur corrette,
 dato che non prendono
 nenti derivati non sono
 futuro (e quindi della
 o aggiungono, di per sé,
 normalmente già com-
 ottostante.

activities of credit rating
 bile all'indirizzo internet
 s/pdfIOSCOPD153.pdf.

activities of credit rating agencies, a cui ha fat-
 to seguito, nel dicembre del 2004, il *Code of*
conduct - Fundamentals for credit rating agen-
*cies*²⁶, rivisto nel maggio del 2008²⁷. Tale di-
 sciplina si basa sulla volontaria adozione di
 codici di autoregolamentazione da parte delle
 singole agenzie volti ad assicurare la qualità e
 l'indipendenza dei giudizi, il contenimento
 dei possibili conflitti di interesse e un'ade-
 guata tutela dei diritti degli investitori e degli
 emittenti²⁸. Nel quadro regolamentare predi-
 sposto dalla IOSCO manca, tuttavia, un ri-
 conoscimento pubblico pari a quello garanti-
 to dalla SEC alle NRSROs nordamericane.
 L'assenza di una simile disciplina, necessaria,
 fra l'altro, per poter meglio inquadrare le *Ex-*
ternal Credit Assessment Institutions (ECAI)
 delineate da Basilea II²⁹, è stata inizialmente
 supplita a livello europeo dalle linee guida
 elaborate in materia di riconoscimento delle
 agenzie dal CEBS³⁰, riprese in Italia dalle *Nuo-*

ve disposizioni di vigilanza prudenziale per le
 banche contenute nella Circolare della Banca
 d'Italia 27 dicembre 2006, n. 263³¹. Anche a
 causa del sostanziale fallimento dei giudizi
 rilasciati a favore della finanza strutturata³², il
 legislatore europeo ha quindi deciso di intro-
 durre una regolamentazione volta a corregge-
 re i punti deboli della disciplina convenzio-
 nale, evidenziati anche dal *Financial Stability*
Forum nonché dal *Committee on the Global*
Financial System della Banca dei Regolamenti
 Internazionali³³. La nuova disciplina mira
 quindi a superare a) la frammentazione della
 disciplina internazionale³⁴, b) la non cogenza
 della stessa nei confronti dei singoli operatori
 nazionali³⁵, c) la debolezza del meccanismo
 del "comply or explain" su cui si fondano le
 norme di comportamento imposte dai codici
 di condotta³⁶.

dit Assessment Institutions, gennaio 2006, reperibile
 all'indirizzo internet <http://www.c-eps.org/getdoc/0da3a72b-d3dc-4214-b691-bb5f5dd4af55/GL07.aspx>.

³¹ A maggio 2012 solamente un'agenzia nazionale
 risulta avere completato l'iter per essere riconosciuta
 quale ECAI, andando ad affiancare le tre storiche agen-
 zie operanti nel settore: cfr. <http://www.bancaditalia.it/vigilanza/banchel/ecai>.

³² Cfr. sul punto lo studio condotto dalla IOSCO,
The Role of Credit Rating Agencies in Structured Finance
Markets, reperibile all'indirizzo internet <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD263.pdf>, nonché l'ana-
 lisi del CGSF, *Ratings in structured finance: what went*
wrong and what can be done to address shortcomings?,
 luglio 2008, reperibile all'indirizzo internet <http://www.bis.org/publ/cgfs32.pdf?noframes=1>. Per un'analisi appro-
 fondita cfr. PRESTI, *Le agenzie*, 95 ss.

³³ Come specificato dall'art. 2, il regolamento troverà
 applicazione nei confronti delle agenzie che rilasciano
 i giudizi utilizzati dagli enti creditizi, dalle imprese di
 investimento, dalle assicurazioni per i prodotti dei c.d.
 rami vita e non vita, dalle imprese di riassicurazione,
 dagli Oicvm e dagli enti pensionistici aziendali o profes-
 sionali.

³⁴ Cfr. FSF, *Report of the Financial Stability Forum*
on Enhancing Market and Institutional Resilience, reperibile
 all'indirizzo internet http://www.financialstabilityboard.org/publications/tr_0904d.pdf, 13.

³⁵ Cfr. PRESTI, *Le agenzie*, 89 e 103 ss., che pone in
 evidenza come la riserva circa una futura iniziativa legisla-
 tiva contenuta nella Comunicazione della Commissione
 Europea sulle agenzie di rating del credito 2006/C59/02,
 denunciava già all'epoca «che la compliance al codice IO-
 SCO è intesa come tutt'altro che spontanea». Sul punto
 cfr. anche SARTORI, *Informazione economica*, 23 ss.

³⁶ Cfr. sul punto lo studio condotto dalla IOSCO
 su 21 agenzie appartenenti a 6 differenti Nazioni, *A*

²⁶ I due testi sono reperibili agli indirizzi internet
<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD151.pdf> e
<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD180.pdf>.

²⁷ Reperibile all'indirizzo internet <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD271.pdf>. A livello eu-
 ropeo il monitoraggio circa il rispetto del codice di con-
 dotta è affidato al CESR (ora ESMA): cfr. *CESR's Se-*
cond Report to the European Commission on the com-
pliance of credit rating agencies with the IOSCO Code
and The role of credit rating agencies in structured finan-
ce, reperibile all'indirizzo internet <http://www.cesr.eu/index.php?docid=5049>.

²⁸ A livello europeo la disciplina di riconoscimento è
 prevista nella seconda parte del settimo allegato alla di-
 rettiva 2006/48/CE. Il rispetto di tali condizioni è valu-
 tato annualmente dal CESR, ora ESMA.

²⁹ Alle quali la disciplina predisposta dalla Banca dei
 Regolamenti Internazionali, affida il compito di forma-
 re i giudizi utilizzabili nel valutare i crediti delle banche
 sia nel metodo di calcolo standardizzato, sia in quello
 basato su rating interni. Sul riconoscimento quale ECAI
 cfr. FERRI, LATICIGNOLA, *Le agenzie*, 169 ss.; PRESTI, *Le*
agenzie, 92 s. Per un'analisi delle criticità in tema di
 concorrenza e accesso al mercato dei modelli delle scale
 di valutazione imposti dal Comitato di Basilea (c.d.
mapping) a fronte della loro costruzione pedissequa sulla
 base delle scale già adottate dalle maggiori agenzie ope-
 ranti, sia consentito rinviare a PALMIERI, *Agenzie di ra-*
ting, 295 ss. Sul punto cfr. anche COSKUN, *Credit-*
Rating Agencies, 157 ss.; PARMEGGIANI, *La regolazione*,
 147 ss. In generale sul predominio delle due principali
 agenzie HILL, *Regulating*, 60 ss.

³⁰ CEBS (ora Autorità bancaria europea, ABE, o più
 comunemente indicata quale *European Banking Autho-*
rity, EBA), *Guidelines on the recognition of External Cre-*

Se i primi due problemi sono stati risolti dalla scelta di adottare la diretta efficacia normativa tipica del regolamento comunitario e di introdurre un obbligo di registrazione per i soggetti che vogliono svolgere professionalmente l'attività di valutazione (sia che i giudizi siano resi pubblici, sia che siano divulgati ai soli abbonati al servizio *ex art. 2, comma 1*)³⁷, più complesso, al contrario, appare il superamento della terza criticità³⁸. In merito il legislatore europeo ha sviluppato quattro linee di intervento, riprendendole in buona parte dall'impianto del *Code of Conduct* stilato dalla IOSCO³⁹, ovvero: il contrasto dei

potenziali conflitti di interesse, un miglioramento delle metodologie del *rating*, un più intenso obbligo di informazione del mercato, una procedura di registrazione unica per tutti gli Stati dell'Unione quale condizione per l'utilizzo dei giudizi emessi dalle agenzie⁴⁰.

Per conseguire il primo obiettivo, il legislatore ha imposto una separazione fra le figure degli amministratori esecutivi e non esecutivi indipendenti dotati di idonee competenze, ponendo idealmente questi ultimi al vertice delle strutture di controllo interne a cui è affidato il compito di monitorare l'esistenza di eventuali interessi dell'azienda o del personale contrastanti con la formazione di un giudizio obiettivo (art. 6 e all. 1, sez. A e B)⁴¹. Al fine di contenere tale rischio, i dipendenti non possono essere adibiti alla valutazione dell'emittente se non soddisfano dei precisi requisiti (art. 7 e all. 1, sez. C); inoltre sono vietate forme di retribuzione legate ad obiettivi di produttività (art. 7, comma 5) e non è permessa la prestazione del servizio di consulenza da parte delle agenzie di *rating* a favore degli emittenti recensiti (all. 1, sez. B, punto 4).

Per assicurare la qualità dei giudizi, le

Review of Implementation of the IOSCO Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies, reperibile all'indirizzo internet <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD286.pdf>. In ambito europeo cfr. CESR, *Report by CESR on compliance of EU based Credit Rating Agencies with the 2008 IOSCO Code of Conduct*, reperibile all'indirizzo internet <http://www.cesr.eu/index.php?docid=5761>.

L'art. 2, comma 2, esclude, invece, che il regolamento si applichi quando le indagini sulla solvibilità siano richieste su commissione, così impedendo che la registrazione sia richiesta anche alle imprese dedite all'analisi finanziaria. La richiesta di una registrazione differenzia la legislazione comunitaria da quella statunitense, ove rimane, almeno per le agenzie che non chiedono di essere riconosciute come NRSROs, il principio della libertà di impresa. Sul punto cfr. ENRIQUES, GARGANTINI, *Rating e regolamentazione*, 486.

³⁸ Per un'approfondita analisi economica delle varie opzioni di regolamentazione del settore cfr. DITTRICH, *The credit rating*, 1 ss.

³⁹ I quattro punti su cui si sviluppa la regolamentazione IOSCO sono infatti: *Quality and integrity of the rating process*, *CRA independence and avoidance of conflicts of interest*, *CRA responsibilities to the investing public and issuers*, *Disclosure of the Code of conduct and communication with the market participants*. Su queste linee si sviluppano anche gli interventi operati dai legislatori giapponese, australiano, messicano e altri sono in procinto di adottarli: sul punto cfr. IOSCO, *Regulatory Implementation of the Statement of Principles Regarding the Activities of Credit Rating Agencies*, reperibile all'indirizzo internet <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD346.pdf>, 8 ss. La scelta iniziale di trasportare le previsioni assunte dalla IOSCO, dettata dalla necessità di approntare una disciplina comune di pronta applicazione a fronte della totale assenza di un quadro regolamentare, ha costretto il legislatore europeo ad un'opera di successivo adeguamento della stessa alla luce delle evidenti criticità che le norme IOSCO già presentavano: si vedano, a tal proposito, gli adeguamenti operati dal reg. UE n. 513 del 2011 del Parlamento europeo e del Consiglio dell'11 maggio 2011 e quelli annunciati con le comunicazioni COM(2011) 746 e COM(2011) 747 del 15 novembre 2011. A favore di un giudizio

substantialmente positivo già per la prima versione del reg. CE 1060/2009 cfr. PARMEGGIANI, *La regolazione delle agenzie*, 135 ss.; ID., *I problemi regolatori*, 474 ss.

⁴⁰ Ai sensi dell'art. 4 del regolamento gli enti creditizi, le imprese di assicurazione e di riassicurazione, gli Oicvm, gli enti pensionistici e i fondi di investimento alternativi che trovano disciplina nella legislazione comunitaria possono utilizzare a fini regolamentari solo *rating* emessi da agenzie che abbiano ottenuto la registrazione nell'apposito albo tenuto dall'AESFEM. Peraltro, l'opposta esigenza di affrancarsi dai giudizi emessi dalle agenzie sembra emergere in modo sempre più preponderante: un esempio si può trarre dalla circolare Covip 27 gennaio 2012, n. 286, che di fronte ai vincoli previsti nei regolamenti dei fondi pensione in merito alla necessità di detenere solamente titoli *investment grade* denuncia la necessità di «rivedere i vincoli contrattuali per evitare che un impiego automatico del *rating* possa comportare l'esigenza di un immediato smobilizzo o impedire l'acquisto di titoli ove intervenga il declassamento dell'emittente». Per un primo commento cfr. VELLA, *Il rating*.

⁴¹ Il soddisfacimento dei requisiti imposti può essere mitigato per le agenzie di minori dimensione *ex art. 6, comma 3*. Simili condizioni sono state solo parzialmente raggiunte da Moody's secondo il giudizio della Consob contenuto nella Comunicazione n. DME/11088274 del 28 ottobre 2011.

agenzie sono chiamate a rendere noti i modelli di *rating*, oltre alle metodologie adottate per comporre gli stessi, comunicando anche le eventuali variazioni apportate (art. 8). A quest'ultimo obbligo si lega un più generale dovere di diffusione tempestiva delle valutazioni non riservate ai soli abbonati al servizio, che debbono essere articolate distinguendo le scale di *rating* approntate per i prodotti finanziari strutturati da quelle riservate ai prodotti tradizionali (artt. 10 e 11). Tali dati devono infine essere raccolti dall'AESFEM e resi pubblici a fini comparativi (art. 11 e all. 1, sez. E)⁴².

La parte forse più innovativa del regolamento è tuttavia rappresentata dalla previsione di un c.d. "passaporto unico" per le agenzie (art. 14, comma 2), connesso all'obbligatoria registrazione delle stesse presso l'AESFEM⁴³ (art. 15)⁴⁴.

42. L'accentramento in capo all'AESFEM dei compiti di vigilanza in coordinamento⁴⁵ con le autorità nazionali⁴⁶ e le autorità settoriali competenti – quali l'Autorità bancaria

⁴² La decisione di creare un *database* pubblico dei *rating* rappresenta un punto fondamentale per verificare l'attendibilità dei giudizi rilasciati dalle agenzie: per un esame critico del punto cfr. l'indagine condotta da PARTNOY, *How and Why*, 62 ss. Per un'analisi del quadro nazionale, che sembra confermare il modesto valore informativo dei *rating* rilasciati a favore degli emittenti italiani, cfr. LINCIANI, *L'impatto*, 289 ss.

⁴³ Le informazioni che dovranno essere comunicate in tale fase sono specificate nell'all. 2 al regolamento. Nell'impostazione iniziale la registrazione doveva essere effettuata all'autorità nazionale dello Stato membro d'origine con la collaborazione del CESR al quale la domanda doveva essere presentata; quest'ultimo organismo era chiamato ad esprimere un proprio parere sul progetto di provvedimento di concessione o di revoca dell'autorizzazione redatto dalle autorità nazionali, al fine di rendere omogenee le decisioni definitive. Tali valutazioni sono ora demandate unicamente all'AESFEM (artt. da 16 a 18).

⁴⁴ L'art. 16 prevede una procedura anche per l'esame della domanda presentata da un gruppo di imprese.

⁴⁵ Ai sensi dell'art. 21, comma 2, e di quanto disposto dall'art. 16 del reg. UE n. 1095 del 2010, all'AESFEM è attribuito anche il compito di comporre delle linee guida in merito alla cooperazione con le autorità competenti e le autorità settoriali, che includano anche le procedure e le condizioni dettagliate della delega dei compiti.

⁴⁶ Tali autorità, ai sensi dell'art. 22, dovranno essere indicate dai singoli legislatori nazionali.

europea, ABE, e l'Autorità europea per le assicurazioni e per le pensioni, AEAP, (artt. 25-*bis*) – secondo le linee guida tracciate dall'AESFEM (art. 21), fermi restando gli obblighi di collaborazione e reciproco scambio di informazioni (artt. 26 e 27), ha certamente rafforzato la capacità di indagine nonché l'incidenza dei provvedimenti che possono essere adottati nei confronti delle agenzie rispetto all'assetto dei controlli previsto dalla versione iniziale del reg. UE n. 1060 del 2009, che affidava gli stessi alle singole autorità nazionali coordinate dal CESR.

Una simile "regionalizzazione" dei controlli⁴⁷ – che la norma in commento ancora prevede al suo comma 2 – rischiava infatti di rendere meno efficace e rapida la risposta a comportamenti illegittimi che hanno quasi sempre effetto sul mercato dei capitali a livello transnazionale⁴⁸. In quest'ottica all'AESFEM è ora demandato il compito di verificare i *test* retrospettivi che le agenzie di *rating* sono chiamate a svolgere per confermare la validità dei propri modelli di valutazione (art. 22-*bis*). Nel rispetto degli obblighi di segretezza professionale (art. 23-*bis*) l'autorità potrà, inoltre, chiedere informazioni alle agenzie, agli emittenti recensiti o a chiunque abbia preso parte o sia comunque a conoscenza delle valutazioni (art. 23-*ter*), esaminare documenti traendone copia, nonché organizzare audizioni e verificare i traffici dati e telefonico, chiedendo, qualora necessario, le relative autorizzazioni giudiziarie nonché l'assistenza dell'autorità locale precedentemente informata e coinvolta delle indagini (art. 23-*quater*). L'AESFEM potrà altresì compiere ispezioni *in loco* (art. 23-*quinqies*), anche avvalendosi del personale delle autorità nazionali ricorrendo, in caso di opposizione, all'autorità giudiziaria territorialmente competente.

⁴⁷ Ai sensi degli artt. 23 ss. del testo originariamente emendato, era demandato alle autorità nazionali il compito di vigilare direttamente o in collaborazione con le altre autorità designate dai singoli Stati membri, nonché di porre in essere gli strumenti di indagine (art. 23), le misure di vigilanza secondo il principio del c.d. *Home State Control*, temperato dalla costituzione di un collegio formato dalle singole autorità e dalla possibile mediazione del CESR (artt. 24 e 25).

⁴⁸ Cfr. DE BELLIS, *La nuova disciplina*, 455 s.

Particolarmente articolata appare la procedura introdotta dal legislatore comunitario per l'adozione delle misure di vigilanza e delle sanzioni amministrative pecuniarie a mezzo del reg. UE n. 513 del 2011. Qualora siano evidenziati dei gravi indizi di violazioni delle disposizioni regolamentari, l'AESFEM provvederà a nominare al suo interno un funzionario non coinvolto in precedenti procedure di vigilanza o di registrazione riguardanti l'agenzia a cui affidare il ruolo di svolgere le indagini (art. 23-*sexies*). Valutata l'esistenza di effettive violazioni il consiglio delle autorità di vigilanza dell'AESFEM adotterà delle idonee misure sanzionatorie, calibrate sulla natura, sulla reiterazione e sulla conseguenza delle violazioni (art. 24), consentendo comunque un'ultima audizione ai soggetti coinvolti prima dell'eventuale adozione delle misure correttive (art. 25). Queste ultime potranno consistere in una semplice comunicazione pubblica, nell'ingiunzione alla cessazione della violazione, nella sospensione dell'uso dei *rating* nel territorio comunitario sino alla cessazione della violazione, nonché, nei casi più gravi, nel divieto temporaneo dell'attività di valutazione e nella revoca dell'autorizzazione, oltre alle sanzioni amministrative previste, aggravate nel caso di reiterazione dei comportamenti illegittimi (artt. 36-*bis* ss.)⁴⁹.

⁴⁹ Appare evidente che simili violazioni, qualora si riflettano sulla credibilità dei giudizi emessi e si concretizzino in una riduzione del prezzo degli strumenti valutati o, peggio, dall'insolvenza dell'emittente recensito, possono indurre gli investitori danneggiati ad esercitare un'azione volta al risarcimento del nocumento subito. In simili casi, benché i danni possano essere "seriali", non sembra tuttavia potersi ricorrere agli artt. 32-*bis* e 32-*ter* Tuf, a meno di non intendere in senso estensivo i servizi accessori connessi all'emissione o al collocamento di strumenti finanziari e di analisi finanziaria (nel caso i *rating* siano del tipo *solicited*) ex art. 1, comma 6, lett. e) ed f), Tuf. Risulta interessante notare che per evitare che la comunicazione delle violazioni possa generare un pericolo per la credibilità dei *rating* e conseguentemente un danno irreparabile per l'intero mercato, l'art. 36-*bis* permette all'AESFEM di decidere di non comunicare al mercato l'esistenza di irregolarità, privando di fatto i danneggiati del diritto al risarcimento in caso di dissesto dell'emittente. Appare evidente che un simile potere rischia di limitare eccessivamente i diritti di difesa degli investitori, potendo ingenerare più incertezza che tutele. Per un'analisi della responsabilità delle agenzie di *rating* nei confronti degli investitori, MAZZONI, *Osservazioni*, 220 ss.; PERRONE, *Le società di rating*, 1039 ss.; MA-

La validità di un simile modello di controllo è accentuata dal fatto che lo stesso si presenta particolarmente flessibile garantendo, da un lato, all'AESFEM di demandare alle autorità nazionali il compito di chiedere informazioni, di condurre indagini e ispezioni *in loco* (art. 30), dall'altro, consentendo alle singole autorità nazionali di segnalare all'AESFEM le violazioni rilevate sul proprio territorio o in quello di un altro Stato membro (art. 31).

L'accentramento in capo all'AESFEM anche del ruolo di ente controllore preposto alla cooperazione con le autorità dei Paesi terzi fuga, infine, il rischio che un monitoraggio affidato alle singole autorità nazionali, pur se coordinato con quello attuato dalle altre consorelle comunitarie – così come previsto nella versione inizialmente emendata del regolamento – potesse costituire un meccanismo di vigilanza non del tutto efficiente. Sul punto il regolamento si limita a prevedere due soli articoli (34 e 35), dedicati alla disciplina dello scambio e della diffusione di informazioni fra le autorità competenti. La mancata previsione di disposizioni inerenti l'adozione congiunta di misure correttive alle violazioni può trovare una giustificazione nel fatto che il Regolamento detta quale condizione per il rilascio dell'autorizzazione e per l'utilizzabilità dei giudizi che l'agenzia di *rating* sia stabilita all'interno del territorio comunitario⁵⁰.

Bibliografia

CACCHI PESSANI D., *Corporate governance, sistemi di controllo e intermediari istituzionali negli Stati Uniti di America dopo il caso Enron*, in *Giur. comm.*, 2003, VI, 746 ss.

RULLO DI CONDOJANNI, *Le valutazioni del merito*, 163 ss.; MARIANELLO, *La responsabilità*, 635 ss.; PARMEGGIANI, *I problemi regolatori*, 487 ss.; SARTORI, *Informazione economica*, 281 ss.

⁵⁰ Tale condizione deve essere rispettata anche qualora l'agenzia intenda avallare le valutazioni emesse da agenzie extracomunitarie collegate alla stessa (art. 4, commi 3, 4 e 5); se stabilita altrove, l'agenzia potrà invece avvalersi di un giudizio di equivalenza basato sul soddisfacimento di alcuni requisiti o l'esenzione dal rispetto di taluni di essi (art. 5).

- CANTOR R., PACKER F., *The Credit Rating Industry*, in *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, 1994, II, 1 ss.
- CARBONE D., *The Impact of the Dodd-Frank Act's Credit Rating Agency Reform on Public Companies*, in *Insights*, 2010, IV, 1 ss.
- COFFEE J.C. JR., *Gatekeepers*, Oxford, OUP, 2006.
- COSKUN D., *Credit-Rating Agencies in the Basel II Framework: Why the Standardised Approach is Inadequate for Regulatory Capital Purposes*, in *Journal of International Banking Law and Regulation*, 2010, IV, 157 ss.
- DE BELLIS M., *La nuova disciplina europea delle agenzie di rating*, in *Giornale dir. amm.*, 2010, IV, 453 ss.
- DITTRICH F., *The credit rating industry: competition and regulation*, Colonia, 2007.
- ENRIQUES L., GARGANTINI M., *Rating e regolamentazione*, in *AGE*, 2010, II, 475 ss.
- FERRI G., LATICIGNOLA P., *Le agenzie di rating*, Il Mulino, Bologna, 2009.
- HEGGEN J.W., *Not always the World's shortest editorial: why credit-rating-agency speech is sometimes professional speech*, in *Iowa Law Review*, 2011, V, 1745 ss.
- HILL C.A., *Regulating the rating agencies*, in *Washington University Law Quarterly*, 2004, 82, 53 ss.
- HUNT J.P., *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, I, 109 ss.
- LINCIANI N., *L'impatto sui prezzi azionari delle revisioni dei giudizi delle agenzie di rating. Evidenza per il caso italiano*, in *Banca, Impresa, Società*, 2004, 289 ss.
- MACEY J.R., *The US experience*, in AA.VV., *I nuovi equilibri mondiali: imprese, banche, risparmiatori*, Giuffrè, Milano, 2009, 31 ss.
- MARIANELLO M., *La responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti dei terzi risparmiatori*, in *Resp. civ.*, 2008, VII, 635 ss.
- MARULLO DI CONDOJANNI S., *Le valutazioni del merito del credito: modifiche all'art. 69-decies Reg. Consob 11971/1999*, in F.S. MARTORANO, V. DE LUCA (a cura di), *Disciplina dei mercati finanziari e tutela del risparmio*, Giuffrè, Milano, 2008, 155 ss.
- MAZZONI A., *Osservazioni in tema di responsabilità civile degli analisti finanziari*, in *AGE*, 2002, 209 ss.
- PALMIERI M., *Agenzie di rating e concorrenza*, pubblicato su *www.lavoce.info*, 27 maggio 2008, e in L. PELLIZZON (a cura di), *Il mondo sull'orlo di una crisi di nervi*, Castelvocchi, Roma, 2009, 295 ss.
- PARMEGGIANI F., *I problemi regolatori del rating e la via europea alla loro soluzione*, in *Banca, Impresa, Società*, 2010, I, 459 ss.
- PARMEGGIANI F., *La regolazione delle agenzie di rating tra tentativi incompiuti e prospettive future*, in *Giur. comm.*, 2010, I, 121 ss.
- PARTNOY F., *The Siskel and Ebert of financial markets? Two thumbs down for the credit rating agencies*, in *Washington University Law Quarterly*, 1999, III, 619 ss.
- PARTNOY F., *The Paradox of Credit Ratings*, *University of San Diego Law & Economics Research Paper No. 20*, 2001, 1 ss.
- PARTNOY F., *How and Why Credit Rating Agencies Are Not Like Other Gatekeepers*, in R.E. LITAN, Y. FUCHITA (a cura di), *Financial Gatekeepers: Can They Protect Investors?*, Brookings Institution Press, Washington, 2006, 59 ss.
- PARTNOY F., *Rethinking Regulation of Credit Rating Agencies: An Institutional Investor Perspective*, in *Journal of International Banking Law and Regulation*, 2010, IV, 188 ss.
- PERRONE A., *Le società di rating*, in *La società per azioni oggi. Tradizione, attualità e prospettive. Atti del Convegno internazionale di studi di Venezia (10-11 novembre 2006)*, Giuffrè, Milano, 2007, 1023 ss.
- PRESTI G., *Le agenzie di rating: dalla protezione alla regolazione*, in AA.VV., *I nuovi equilibri mondiali: imprese, banche, risparmiatori*, Giuffrè, Milano, 2009, 75 ss.
- SARTORI F., *Informazione economica e responsabilità civile*, Cedam, Padova, 2011.
- SHORTER G., SEITZINGER M.V., *Credit Rating Agencies and Their Regulation*, Report for Congress, Washington, 2009.
- SY A.N.R., *The Systemic Regulation of Credit Rating Agencies and Rated Markets*, IMF Working Paper, 2009.
- VELLA F., *Il rating nella regolamentazione*, pubblicato su *www.lavoce.info*, 3 febbraio 2012.
- WHITE L.J., *Credit Rating Agencies and the Financial Crisis: Less Regulation of CRAs Is a Better Response*, in *Journal of International Banking Law and Regulation*, 2010, IV, 170 ss.

modello di controllo
stesso si presenta
garantendo, da un
mandare alle autorità
cedere informazioni,
azioni in loco (art.
alle singole autorità
AESFEM le violazioni
o in quello di un
(1).

opo all'AESFEM an-
tore preposto al-
torità dei Paesi terzi
un monitoraggio
rità nazionali, pur se
ato dalle altre con-
come previsto nella
tendenza del regola-
un meccanismo di
efficiente. Sul punto
prevedere due soli
alla disciplina del-
one di informazioni
La mancata previ-
enti l'adozione con-
e alle violazioni può
nel fatto che il Re-
ndizione per il rila-
per l'utilizzabilità
di rating sia stabilita
omunitario⁵⁰.

arate governance, siste-
diari istituzionali negli
dopo il caso Enron, in
746 ss.

utazioni del merito, 163
bilità, 635 ss.; PARMEG-
7 ss.; SARTORI, Informa-

ere rispettata anche qua-
le valutazioni emesse da
egate alla stessa (art. 4,
trove, l'agenzia potrà in-
equivalenza basato sul
asiti o l'esenzione dal ri-