

LE AGENZIE DI RATING

a cura di ANGELA PRINCIPE

LE AGENZIE DI RATING

377

Quaderni di
**GIURISPRUDENZA
COMMERCIALE**

ISBN 978-88-14-18356-0



INVIATA
PRINCIPIS
AG

AG

GIUFFRÈ EDITORE

MARCO LAMANDINI (*)

LE AGENZIE DI RATING: ALCUNE RIFLESSIONI IN TEMA DI PROPRIETÀ E CONFLITTO DI INTERESSI

1. Questa mia relazione ha il privilegio di intervenire a breve distanza di tempo su di un tema che è stato oggetto di attenzione nei lavori del convegno di studi organizzato e promosso dall'Associazione Disiano Preite a Venezia nei primi giorni di ottobre 2012 e che, in tale contesto, ha potuto beneficiare, su questo medesimo tema, in particolare delle approfondite riflessioni di Matteo Rescigno e Raffaele Lener, da un lato, e Enrico Granata, dall'altro (1). Ciò mi consente di "entrare" direttamente *in medias res*, formulando ampio rinvio ai lavori di Venezia per l'inquadramento generale del tema, e di enunciare qui una tesi, almeno in parte "eterodossa", per la discussione. La tesi è che, a dispetto dei tre, pur robusti, interventi normativi del legislatore europeo succedutisi dal 2009 ad oggi, senza interventi "strutturali" capaci di rimuovere gli incentivi perversi ancora in opera nel "mercato" del *rating*, le misure "comportamentali" previste dai regolamenti europei costituiscono meri "pannicelli caldi" contro il rischio di "insincerità" del *rating*.

Le regole sugli assetti proprietari e sui correlati obblighi di astensione dal *rating* previste dalla proposta di regolamento del 2011, approvata il 16 gennaio 2013 dal Parlamento europeo in prima lettura, pur condivisibili a livello di enunciato, sono purtroppo rese nel dettaglio (come ben emerge da un esame delle soglie partecipative al capitale delle agenzie indicate dal regolamento, se le si confronta, come si farà *infra*, con la realtà fattuale che il regolamento è destinato a disciplinare) un mero "*window dressing*", che si direbbe costruito ad arte per creare la mera illusione di una soluzione dei

(*) Professore ordinario di Diritto Commerciale presso l'Università degli Studi di Bologna. L'A. è, dal dicembre 2012, componente del *Board of Appeal* delle Autorità di vigilanza europea. Le opinioni espresse in questo lavoro sono a titolo personale e non esprimono in alcun modo una posizione delle Autorità.

(1) LENER e RESCIGNO, *I conflitti di interesse nell'attività delle agenzie di rating*, dattiloscritto della relazione al Convegno "Il rating: mito, realtà, narrazioni", Venezia, 5 ottobre 2012, ora in AGE, 2012, 2, 353-354.; GRANATA, *I conflitti di interesse nell'attività delle agenzie di rating*, *ivi*, 375 ss..

problemi posti dalla proprietà delle agenzie e dall'equilibrio collusivo esistente sul "partner monopoly" delle agenzie.

La conclusione che ne traggo — e che offro alla discussione — è piuttosto radicale e consiste nell'affermazione che, *fino a che non sia eliminato il valore regolamentare del rating* e permanga così la natura "quasi pubblica" e il ruolo di interesse pubblico delle agenzie quale "gatekeepers", non potrà esservi soluzione efficace ed effettiva al problema della "sincerità" del rating se l'agenzia non venga funzionalmente riaccolta alla vigilanza pubblica mediante una trasparente "delega di responsabilità" e si attribuisca a quest'ultima un adeguato ruolo nella assegnazione degli incarichi alle prime per conto degli emittenti (secondo un modello di vigilanza più spiccatamente cooperativa pubblico/privato che accorci la distanza tra autorità e gatekeepers).

2. Ma qual è, in breve, lo stato attuale della disciplina europea sul conflitto di interessi delle agenzie di rating? Si è indubbiamente dinanzi ad un nuovo e ampio apparato di regole ⁽²⁾, le quali tuttavia, sembrano, a riguardo dello specifico tema del conflitto di interessi, soprattutto espressione di "wishful thinking". Il regolamento 1060/2009, come emerge dai considerando (26), (27), (28), (29) e (30), dall'art. 6, e dagli allegati 1a) sui requisiti organizzativi e 1b) sui requisiti operativi, detta sì regole organizzative e operative anche di dettaglio volte a mitigare i rischi di conflitto di interessi, ma con previsioni che non sono in grado di rimuovere in radice i difetti strutturali del mercato dai quali si originano gli incentivi perversi ad agire in conflitto (come, a ben vedere, dimostra l'adozione della parallela scelta legislativa di ridurre il più possibile l'affidamento al rating) ⁽³⁾. Di conseguenza le nuove norme, pur opportunamente aumentando la responsabilità del management e degli analisti delle società di rating, sembrano "strutturalmente" impossibilitate ad ergersi a solido baluardo contro molti dei comportamenti opportunistici che hanno purtroppo connotato l'azione delle agenzie, quantomeno in materia di valutazione dei prodotti di finanza strutturata.

Non si nega, naturalmente, che sia un bene che le nuove regole dettino specifici obblighi comportamentali relativi alla composizione (in Europa, almeno un terzo di indipendenti) e al funzionamento del consiglio di amministrazione e delle funzioni di controllo (compliance e revisione) delle agenzie al fine di perseguire l'obiettivo di una solida governance societaria.

(2) Per una discussione, anche in prospettiva comparata e di analisi economica, v. ENRIQUES, GARGANTINI, *Regolamentazione dei mercati finanziari, rating e regolamentazione del rating*, in AGE, 2/2010, 475 ss.

(3) Ciò, come si legge nel nuovo art. 5 *ter bis* del regolamento approvato dal Parlamento europeo il 16 gennaio 2013, "con l'obiettivo di eliminare ogni riferimento al rating nella legislazione dell'Unione entro il 1 gennaio 2020, a condizione che siano state identificate e attuate alternative adeguate alla valutazione del rischio di credito".

Emblematico di questo positivo rafforzamento della governance interna è anche il nuovo comma 3 bis dell'art. 6, come risultante dal testo approvato dal Parlamento europeo il 16 gennaio 2013, che dispone che "le agenzie di rating del credito creano, mantengono, applicano e documentano una struttura di controllo interno efficace che disciplini l'attuazione delle politiche e delle procedure per la prevenzione e il controllo di possibili conflitti di interesse e assicuri l'indipendenza dei rating, degli analisti e dei team di rating rispetto agli azionisti, agli organi amministrativi e di gestione e alle attività di vendita e commercializzazione. Le agenzie di rating del credito istituiscono procedure operative standard (POS) in materia di governo societario, organizzazione e gestione dei conflitti di interesse. Esse controllano e rivedono periodicamente tali POS per valutarne l'efficacia e stabilire la necessità di un eventuale aggiornamento". La rilevazione effettuata dall'ESMA, già con il suo *Annual Report* 2012, circa gli effetti sul piano organizzativo delle nuove norme evidenzia infatti, in specie ai §§ 24, 28, 29, 30, 32, 34, 35, 36, 37 che tali regole hanno contribuito ad un complessivo miglioramento della qualità dell'assetto organizzativo e operativo delle agenzie.

Del pari è certamente utile che la nuova disciplina detti precise regole in tema di obbligo di astensione per conflitto di interessi. Tale obbligo, come è noto, opera quando: (a) l'entità valutata o terzi collegati sono partecipati dall'agenzia o dai suoi esponenti aziendali coinvolti nel rating o costoro sono membri del consiglio di amministrazione o di sorveglianza dei primi; (b) l'entità valutata o terzi collegati sono legati da rapporti di controllo con l'agenzia; (c) l'analista che ha determinato il rating o lo ha approvato intrattiene con l'entità valutata o terzi collegati una relazione che potrebbe causare un conflitto di interessi. A ciò si aggiunge l'obbligo per l'agenzia di rating di astenersi dal fornire servizi di consulenza all'entità valutata o a terzi collegati inerenti "la struttura societaria e giuridica, il loro attivo, il loro passivo e le loro attività (l'agenzia può invece svolgere attività ausiliari quali previsioni di mercato, valutazioni delle tendenze economiche, analisi di dati e servizi di distribuzione connessi)".

L'impressione è tuttavia che, malgrado le migliori intenzioni del legislatore, si tratti di mere barriere di sabbia rispetto all'onda battente di un mare (di conflitti) "strutturalmente" vorace.

3. La disciplina europea ha anzitutto affrontato in modo finora insufficiente il tema della minaccia alla "sincerità" del rating che deriva dalla struttura proprietaria delle stesse e, più in generale, dalla struttura del mercato. Conviene prendere le mosse, a riguardo, da alcune rilevazioni empiriche. Le 3 grandi agenzie di rating sono tutte e tre quotate, direttamente (Moody's al NYSE) o indirettamente (Mc Graw Hill al NYSE e Fimalac all'Euronext). Sennonché, a quanto sembra, sostanzialmente gli

stessi azionisti controllano congiuntamente Moody's e Mc Graw Hill — S&P's.

AZIONISTI	S&P's	Moody's
NORTHEM TRUST CORP.	1,75%	1,32%
CAPITAL GROUP COMPANIES	16,15%	21,98%
VANGUARD GROUP INC.	4,44%	3,97%
STATE STREET CORP.	4,41%	3,91%
T. ROWE PRICE ASSOCIATES	3,90%	3,98%
FIDELITY INVESTMENTS	1,27%	8,15%
BLACK ROCK INC.	4,59%	6,89%
BANK OF NEW YORK	1,23%	2,25%
MASSACHUSET FIN. SERVICES	0,21%	0,62%
TOTALE	38%	53%

Fonte: Commission staff working paper, impact assessment accompanying the document Proposal for a Regulation amending Regulation EC 1060/2009 and a Proposal for a Directive amending Directive 2009/65/EC

Si noti inoltre che i "sodali" nel controllo di Moody's e S&P's si autosostengono anche tra loro rendendo in tal modo ancora più forte l'interdipendenza reciproca.

	PARTICIPATION											
	Northern Trust	CRG	CNN	Vanguard Group	State Street	T. Rowe Price	Fidelity Invest.	Black Rock Inc.	Bank of New York	Mass. Fin. Serv.	Davis Sel. Advisors	Berkshire Hathaway
Northern Trust	5,59%	4,01%	2,92%	3,90%	3,59%	4,37%	1,14%	2,43%	0,91%			
CRG (Capital Group)												
CNN (Capital Group)												
Vanguard Group												
State Street	1,31%	1,75%	2,73%	3,66%	4,51%	2,45%	3,56%	2,44%	1,37%	6,13%		
T. Rowe Price Assoc.	1,25%			3,06%	0,53%		1,80%	2,56%	1,18%			
Fidelity Investments												
BlackRock Inc.	0,31%			0,66%	0,12%		0,66%	0,81%	0,33%			
Bank of New York	1,32%	2,64%	1,33%	3,49%	2,63%	1,25%	1,24%	2,45%		5,13%	2,44%	
Mass. Fin. Serv.												
Davis Sel. Advisors												
Berkshire Hathaway	1,09%			4,11%	1,09%	0,57%	0,76%	3,23%	1,59%		0,49%	
Sum	12,63%	12,28%	7,69%	19,37%	21,67%	8,64%	9,16%	16,72%	5,32%	10,26%	6,93%	0,00%

... Holding of own shares

Fonte: Commission staff working paper, impact assessment accompanying the document Proposal for a Regulation amending Regulation EC 1060/2009 and a Proposal for a Directive amending Directive 2009/65/EC

Viene dunque da chiedersi quale resistenza le agenzie possano mai opporre, in considerazione di questo limite "strutturale", alle richieste di

natura strategica che possano provenire da così influenti azionisti, esponenti di primo piano della comunità finanziaria americana.

Il nuovo regolamento approvato dal Parlamento europeo il 16 gennaio 2013 cerca di affrontare la questione, introducendo nel corpo del regolamento 1060/2009 un nuovo articolo 6-bis a stregua del quale "l'azionista o socio di un'agenzia di rating del credito che detiene almeno il 5% del capitale o dei diritti di voto in tale agenzia o in una società che ha il potere di esercitare un'influenza dominante o un controllo sull'agenzia di rating del credito: (a) non detiene il 5% o più del capitale di altre agenzie di rating del credito; (b) non ha il diritto né il potere di esercitare il 5% o più dei diritti di voto di altre agenzie di rating del credito; (c) non ha il diritto né il potere di nominare o revocare membri dell'organo di amministrazione, direzione o sorveglianza di altre agenzie di rating del credito; (d) non è membro dell'organo di amministrazione, direzione o sorveglianza di altre agenzie di rating del credito; (e) non esercita o non ha il potere di esercitare un'influenza dominante o un controllo su altre agenzie di rating del credito". La norma prevede inoltre che tale divieto non si applica alle partecipazioni in regimi di investimento collettivo diversificato, compresi i fondi gestiti come i fondi pensione o le assicurazioni vita, a condizione che le partecipazioni in regimi di investimento collettivo diversificato non lo mettano in grado di esercitare un'influenza significativa sulle attività di tali regimi". Senonché, come risulta evidente dal un semplice confronto con la effettiva situazione di fatto degli assetti partecipativi delle principali agenzie, tale percentuale del 5% è troppo alta per indurre significative modifiche agli assetti esistenti e non si accompagna, soprattutto, ad alcuna previsione sull'agire di concerto, così rendendo nei fatti ininfluente la nuova disciplina rispetto agli equilibri collusivi degli assetti proprietari esistenti.

Considerazioni analoghe valgono per le modifiche introdotte dal nuovo regolamento all'allegato 1(b)(3) del regolamento 1060/2009 al fine di meglio definire il perimetro dell'obbligo di astensione dell'agenzia di rating. Benché il nuovo regolamento introduca alcune fattispecie di collegamento tra l'agenzia di rating e l'entità valutata, in modo da ricomprendervi (nuove lettere a bis, b bis e c bis) "l'azionista o socio di un'agenzia di rating del credito che detiene, direttamente o indirettamente, il 10% o più del capitale o dei diritti di voto di tale agenzia di rating del credito o è altrimenti in grado di esercitare un'influenza significativa sulle attività economiche dell'agenzia di rating del credito, detiene almeno il 10% dell'entità valutata o di terzi collegati", la soglia partecipativa prescelta e la mancanza di chiarezza circa la rilevanza o meno dell'esercizio concertato di influenza notevole che ne minano l'efficacia riformista.

Per quanto dunque il nuovo regolamento abbia saputo resistere alle più radicali tentazioni "restauratrici" del vecchio ordine (e dunque ridu-

zioniste) di cui pur si era fatto promotore il Consiglio con il c.d. compromesso danese del maggio 2012 (che ridicolizzava nei fatti le regole sugli incroci partecipativi e sull'obbligo di astensione fissando in entrambi i casi la soglia di rilevanza della partecipazione al 25% e addirittura sostituendo all'obbligo di astensione un mero obbligo di *disclosure*), la prognosi sull'efficacia sulle nuove norme non può dunque dirsi favorevole. Ancora una volta occorre purtroppo chiedersi: *Quo vadis Europa?*

4. Il problema è, d'altro canto, vieppiù accresciuto dal fatto che sono in campo incentivi perversi di mercato che naturalmente aumentano il rischio di conflitto di interessi. L'industria del *rating* è infatti altamente profittevole per gli aderenti al "*partner monopoly*", sicché "barare" può convenire e rendere molto. Il timore che l'indice di profittabilità dell'attività sia una credibile "*proxi*" anche del rischio di conflitto di interessi è accresciuto dalla semplice osservazione (che si legge nell'*impact assessment* della Commissione alla proposta di regolamento del 2011) che: (a) circa metà di profitti deriva dal *rating* nelle operazioni di finanza strutturata; (b) tali profitti sono aumentati, tra il 2002 e il 2006: (i) quanto alle operazioni di RMBS tra il 100% e il 200% (ii) quanto alle operazioni di CDO, tra il 200% e l'800%. In queste condizioni strutturali di mercato, potevano le agenzie resistere al canto delle sirene?

5. A ciò si aggiunge ulteriormente la congenita debolezza del c.d. "*issuer pays model*". Infatti, come ha rilevato la Commissione sempre nel suo *impact assessment* relativo alla proposta di regolamento del 2011, allo stato circa 2/3 dei ricavi della agenzie viene da compensi corrisposti dagli emittenti stessi. Si tratta in gran parte di compensi che derivano da un "un gioco ripetuto" e cioè da incarichi seriali promossi dalle medesime banche di affari rispetto ad una molteplicità di emissioni. Non stupisce dunque che la Commissione, a pag. 144 dell'*impact assessment*, abbia testualmente riconosciuto che lo "*issuer pays model*" determina per sua natura un conflitto di interessi, giacché le agenzie hanno un interesse economico a generare nuove occasioni di attività con gli emittenti che richiedono il *rating*, e ciò può favorire l'attribuzione di un *rating* superiore al dovuto. Un *rating* basso può infatti compromettere attività futura. Se ne è concluso che "se le preoccupazioni di natura reputazionale o la regolamentazione non sono sufficientemente forti da disciplinare le agenzie, il modello può determinare *rating* inflazionati". A robuste conclusioni analoghe è di recente pervenuto un interessante studio della BCE dell'ottobre 2012 (4) il quale dimostra su base empirica, con dati a significatività statistica, che le agenzie attribuiscono *rating* più positivi alle grandi banche e alle istituzioni

(4) HAU, LANGFIELD, MARQUES IBANES, *Bank ratings: what determines their quality?*, working paper 1484/12, *passim*.

finanziarie che con maggior probabilità possono convogliare sull'agenzia lavoro di *rating* rispetto ad operazioni di finanza strutturata o altro. Esso dimostra inoltre che: (a) i *rating* sono anticiclici, giacché la capacità predittiva del *default* cresce all'intensificarsi della crisi; in tempi normali i *rating* sono informativi circa la PD delle banche per il 25% di quelle con *rating* BBB+ o inferiore mentre non lo sono affatto per quelle con *rating* superiore giacché le PD di banche con *rating* A e AAA sono le medesime (!); (b) i conflitti di interessi alterano significativamente il risultato del *rating* delle banche; (c) vi è dimostrazione empirica che anche il modello "investor pays" fallisce per collusione tra investitori, come sarebbe dimostrato dalla produzione di *rating* inflazionati pre crisi.

6. Che fare dunque? A me continua a sembrare (5) che si giustifichi una via radicale sostanzialmente analoga a quella che era stata proposta, negli Stati Uniti, dal Senatore Al Franken con il suo *Franken amendment* (6): e cioè che, fermo in ogni caso il principio di rotazione, la nomina dell'agenzia di *rating* vada assegnata all'autorità di vigilanza e cioè, in Europa, all'ESMA. Un'opzione che, per vero, era stata anche valutata tra le possibili dallo stesso *impact assessment* della Commissione per essere tuttavia scartata all'esito dello stesso, non diversamente da quanto era avvenuto negli Stati Uniti con la sec. 939F(b) del Dodd Frank Act che, non accogliendo le proposte del senatore Franken, si limitava a richiedere alla SEC di compiere uno studio d'impatto entro due anni dall'approvazione della legge (7) (analogo rapporto è previsto in Europa a carico della Commissione ai sensi dell'art. 39 (1) del regolamento 1060/2009).

A me pare infatti che ogniquale volta l'ordinamento attribuisca una

(5) V. già LAMANDINI, *Opinion to the ECON Committee on the proposal for the CRA 1 regulation*, Brussels, 28 December 2008, nonché *Credit Rating Agencies (CRAs) and European Regulation* in ECL, 2009, volume 9, issue 3, 234: "Finally an issue not covered by the proposal. The appointment of the CRA. In the issuers-paid model, CRAs are paid and appointed by the issuer. This prompted a practice of "rating shopping", especially by arrangers of structured finance instruments: the rating was commissioned to the most benign (i.e. lenient) agency. In an oligopolistic market strongly influenced by the demand organized by investment banks this competition in laxity proved very dangerous. It contradicts moreover the "gatekeeper", or at least statutory role given to CRAs, centered on their independent professional assessment. This is why I ask myself (being well aware of how provocative this question may result) whether it is not time to confer to the supervisory authority also the power to appoint, upon request of the issuer, the CRA called to deliver the rating. Albeit CESR expressed its concerns due to possible involvements in liability actions for "*culpa in eligendo*", this risk seems to me quite marginal, whereas I feel that a public intervention at the appointment stage could prove very useful to address both the problems of CRAs' independence and of the opening up of the still oligopolistic structure of the market. On one hand, it would increase the accountability of the CRA to the supervisors and, on the other hand, it would favor a more transparent, open and competitive allocation of market opportunities".

(6) *Dodd Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, Sec. 939F.

(7) V. US SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *Report to Congress on Assigned Credit Ratings - As required by Sec. 939F on the Dodd Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, dicembre 2012, in specie 28 ss.

funzione di controllo “delegato” a soggetti privati, i quali per tale ragione assumano il ruolo di *gatekeepers*, e tale funzione di controllo rilevi ai fini di vigilanza — come è, allo stato (fino a che non sia eliminato il valore regolamentare del *rating*), senz’altro il caso delle agenzie di *rating*, come ha da ultimo espressamente riconosciuto sia il considerando (5) del regolamento 1060/2009 sia il Dodd Frank Act alla sec. 931 — si giustifichi una maggiore “coesistenza cooperativa” tra funzioni private e funzioni pubbliche e che, in questa prospettiva, rilevino non solo azioni di vigilanza pubblica *ex post* ma anche norme *ex ante* sulla nomina o designazione pubblica del soggetto privato chiamato a svolgere le funzioni di controllo delegato⁽⁸⁾. Non mi pare infatti che possa qui convincentemente opporsi, come pur è stato fatto in passato da esponenti stessi delle Autorità, che ciò potrebbe determinare effetti indesiderati sul piano della responsabilità dell’Autorità per *culpa in eligendo*: si tratta infatti di un costo modesto, quand’anche questo rischio avesse mai (come non credo) un’effettiva concretezza nella specie, a fronte dei notevoli benefici che un meccanismo di selezione pubblica nell’assegnazione degli incarichi potrebbe apportare al benessere collettivo, rimuovendo, da un lato, i perniciosi effetti dell’*issuer pays model* (giacché, a ben vedere, ciò che conta nel determinare o rimuovere una situazione di conflitto è chi nomina piuttosto che chi paga⁽⁹⁾) e, dall’altro lato, la capacità spontanea degli assetti di mercato oligopolistici a conservare e rafforzare, in assenza di interventi pubblici esterni capaci di abbassare le barriere all’ingresso e ripristinare lo smalto competitivo, il potere di mercato. Ciò, beninteso, almeno fino a quando non sia integralmente eliminato il valore regolamentare del *rating* (facendo in tal modo uscire nuovamente le agenzie dal novero dei *gatekeepers*).

In questo mio invocare un maggior ruolo demandato all’ESMA non v’è, in verità, né alcuna nostalgia delle ingerenze politiche nell’economia né alcun ingenuo affidamento a pretese (ma inesistenti) “impermeabilità” del controllo pubblico rispetto a possibili rischi di cattura. V’è tuttavia la considerazione che le dinamiche di mercato hanno da tempo dimostrato che i *gatekeepers* privati, lasciati da soli in balia delle pressioni degli operatori, vacillano paurosamente e spesso cedono rovinosamente alle stesse e che viceversa là dove questi presidi privati trovano sponda cooperativa in un’autorevole istituzione pubblica di vigilanza essi riescono a meglio assolvere alla funzione pubblica loro “delegata”. E poiché a me pare

⁽⁸⁾ Si ricorderà che, in una linea di ragionamento per certi aspetti analoga, il progetto De Gregorio intendeva demandare al Tribunale la nomina dei sindaci e una proposta dell’on. Pinza di riforma al TUF aveva suggerito di attribuire alla CO.N.SO.B. e non alle minoranza il diritto di nomina dell’amministratore di minoranza nelle società quotate.

⁽⁹⁾ Se ne ha dimostrazione da tempo ad esempio nell’esperienza dei *monitoring trustees* e a ben vedere delle stesse autorità di vigilanza, il cui finanziamento è ora in gran parte affidato, seppur per legge, a contributi del mercato ma la cui “indipendenza” è essenzialmente assicurata dalle regole in tema di nomine.

che, con l’istituzione dell’ESMA, l’Europa abbia compiuto un primo importante passo nel rafforzamento delle funzioni di vigilanza e tale autorità, per sua natura, si presenti adeguatamente “distante” dalla politica, la riforma qui invocata non esporrebbe in verità ad alcun rischio di “pubblicizzazione” dell’economia mentre porrebbe le basi per una cooperazione virtuosa tra pubblico e privato e per un’accresciuta *accountability* delle agenzie di *rating* nei confronti dell’autorità di vigilanza e del mercato.

7. Mi pare, d’altro canto, che una risposta regolamentare al problema sia meglio, anche per l’industria stessa, di ciò che in assenza finirebbe inevitabilmente per aversi: un intervento di supplenza dell’*antitrust*. È infatti noto che, ogni qualvolta la regolamentazione “di settore” fallisce nel risolvere squilibri strutturali di mercato che perpetuano situazioni di “infeudamento” di potere di mercato, presto o tardi finisce con l’intervenire, con finalità correttive e di supplenza, l’*extrema ratio* dell’*antitrust*. È certo vero, come ha ricordato di recente Gustavo Olivieri nel Convengo di Venezia⁽¹⁰⁾ che finora la Commissione non ha mostrato particolare interesse nell’applicare gli articoli 101 e 102 TFEU all’industria del *rating*, limitandosi allo stato ad emettere un solo provvedimento, su aspetti del tutto marginali⁽¹¹⁾. Tuttavia ai fini dell’art. 102 TFEU, il mercato delle agenzie di *rating* è un “partner monopoly”, e dunque un oligopolio ristretto nel quale ricorre con sicurezza la posizione dominante collettiva dei primi due o tre operatori⁽¹²⁾. Ciò consente di conseguenza un pregnante scrutinio ai sensi dell’art. 102 TFEU delle condotte unilaterali, non solo di prezzo e di produzione ma anche di *foreclosure* e *market preemption*: un tema, questo, che sembra presentarsi come particolarmente interessante nella prospettiva della verifica ai sensi dell’art. 102, solo che si consideri come le principali agenzie abbiano dal 2000 ad oggi ulteriormente rafforzato la loro posizione dominante, acquisendo ben 17 concorrenti. Ancora più interessanti, nella prospettiva dell’art. 101 TFEU, sono gli incroci partecipativi e personali più sopra evocati, che, per loro natura secondo una giurisprudenza ormai consolidata a partire dai casi *Philip Morris* e *Warner Lambert/Gillette* possono favorire equilibri collusivi vietati dall’art. 101 TFEU. Nel caso delle tre principali agenzie di *rating* ricorrono

⁽¹⁰⁾ OLIVIERI, *I servizi di rating tra concorrenza e regolazione*, in AGE, 2012, 2, 283 ss..

⁽¹¹⁾ Commissione, 15 novembre 2011 COMP/39592, in un procedimento avviato nei confronti di S&P sui codici ISIN.

⁽¹²⁾ V. Corte di Giustizia, 16 marzo 2000, causa C-395 e 396/96, *Compagnie maritimes belge transports* che definisce alcuni fattori di correlazione e interdipendenza tra oligopolisti in presenza dei quali ricorre la posizione dominante collettiva; v. anche l’opinione dell’avvocato generale Fennelly, 29 ottobre 1998, al § 28 (che vi fa rientrare anche gli incroci partecipativi o personali); Trib. rimo Grado, 6 giugno 2002, causa T-342/99, *Airtours*, che definisce compiutamente i criteri di interdipendenza; Trib. Primo Grado, 26 gennaio 2005, causa T.193/02, *Piau*, che estende i medesimi criteri al contesto dell’abuso di posizione dominante.

infatti numerosi indici di un elevato rischio di collusione, sia di natura "strutturale" (alta concentrazione del mercato; elevate barriere all'entrata; legami tra principali operatori di mercato; bassa sostituibilità del prodotto per effetto del valore reputazionale e basso *diversion ratio*) sia "specifici" (elevatissime quote di mercato delle principali due agenzie; elevato *overlap* partecipativo; completo *overlap* operativo).

Prevenire è meglio che curare e curare è sempre meglio che punire.

LUCIA PICARDI (*)

OBLIGHI DI COMPORTAMENTO E PROFILI DI RESPONSABILITÀ CIVILE DELLE AGENZIE DI RATING

SOMMARIO: 1. Premessa. — 2. Gli obblighi di comportamento delle agenzie di *rating* nel statunitense ed in quello europeo. — 3. Le agenzie di *rating* quali soggetti professionali dotati di uno *status* particolarmente qualificato e le condizioni per poter affermare la loro responsabilità da contatto sociale. — 4. Lo *standard* di diligenza esigibile dalle agenzie di *rating*. — 5. Il problema del nesso di causalità. — 6. L'accesso all'informazione collettiva risarcitoria da parte dei risparmiatori a fronte della lesione del diritto all'adeguata informazione.

1. Premessa.

Il tema degli obblighi di comportamento e della responsabilità delle agenzie di *rating* del credito coinvolge molteplici profili meritevoli di attenzione e di approfondimento, che spaziano dalla ricostruzione in chiave comparatistica del quadro normativo di riferimento, alla riflessione sul rapporto fra regolazione pubblica e tutele civilistiche dei soggetti operanti sul mercato finanziario ed a vario titolo interessati ai giudizi emessi dalle stesse agenzie.

In questa prospettiva, mentre occorre tener conto di come la reale imposizione a carico delle agenzie di *rating* di doveri organizzativi, informativi e di condotta contribuisca a definire il contenuto della prestazione loro richiesta e ad orientare l'individuazione delle regole anche di diritto comune cui far ricorso qualora tali doveri siano violati, non si può dimenticare di domandarsi, in un'ottica di più ampio respiro, se un inasprimento del regime di responsabilità civile delle agenzie in parola possa condurre a conseguenze non sempre positive sulla struttura e sul funzionamento del mercato del *rating*.

E tuttavia, proprio l'evidente complessità delle linee di indagine e di ricerca richiamate suggerisce di prescegliere un punto prospettico di osservazione dal quale provare ad esaminare — senza alcuna pretesa di completezza — l'argomento assegnatomi.

(*) Professore associato di Diritto Commerciale, Università Federico II di Napoli.