

Andrea Vernata

Costituzione, *rating* e sovranità nello spazio giuridico globalizzato

1. *Introduzione. La necessità di inviare quel «messaggio immediato» agli «operatori economici e finanziari»*

La crisi economico-finanziaria iniziata nel 2008 sembra aver offerto all'Italia l'infausta occasione per sperimentare, in particolare con i declassamenti del *rating* del 2012, l'enorme impatto che le agenzie di *rating* sono in grado di avere, tanto sulle finanze pubbliche, quanto, e di riflesso, sulla determinazione delle politiche nazionali¹.

Si è trattato di una novità piuttosto rilevante per il nostro Paese, il cui unico merito sembra potersi ravvisare nell'aver fatto emergere un insieme di problematiche che, come si vedrà, caratterizzavano già da tempo sia il settore pubblico che quello privato². Diversamente da quanto ci sarebbe potuti aspettare, tuttavia, l'incisività delle agenzie di *rating* non ha assunto quei caratteri di puntualità e occasionalità che ben avrebbero potuto ascrivere alle fasi più concitate della crisi³; al contrario, essa sembra avere colto in quest'ultima una sorta di valore epistemico, di cui ancora oggi occorre verificare gli effetti.

¹ Sul punto v. G. Grasso, *Il costituzionalismo della crisi. Uno studio sui limiti del potere e sulla sua legittimazione al tempo della globalizzazione*, Editoriale Scientifica, Napoli, 2012, pp. 36 ss., ma anche Id., *Rating dei debiti sovrani e diritto costituzionale*, in *Quaderni costituzionali*, n. 1/2015, pp. 87 ss.

² Per un inquadramento generale delle stesse v., per tutti, T.J. Sinclair, *The New Masters of Capital. American Bond Rating Agencies and the Politics of Creditworthiness*, CUP, Londra, 2005, *passim*.

³ Con un respiro più ampio, v. le riflessioni di E. Olivito, *Crisi economico-finanziaria ed equilibri costituzionali. Qualche spunto a partire dalla lettera della BCE al Governo italiano*, in *Rivista AIC*, n. 1/2014, pp. 13 ss.

A partire dalla crisi, infatti, le agenzie di *rating* sembrano avere preso coscienza della reale portata del proprio potere di incidere sugli Stati⁴ e, proprio in ragione di ciò, esse, sempre più spesso, prendono coraggio nell'intervenire nei momenti più delicati della politica nazionale⁵, un po' come il Caronte del Poeta, che «batte col remo qualunque s'adagia».

Un esempio in tal senso può risultare emblematico e riporta alla mente un saggio di Ruggeri del 2011, dal titolo piuttosto eloquente⁶. A poco meno di due settimane dalle elezioni politiche del 4 marzo 2018, *Fitch*, la più piccola dei tre giganti del *rating* mondiale⁷, mette in guardia gli investitori di tutto il mondo rispetto alle difficoltà che l'Italia incontrerà per dare vita a un governo stabile⁸. Dopo circa due mesi, nel periodo più concitato della formazione del Governo Conte, Moody's, l'altro gigante, avverte l'Italia di un possibile declassamento⁹, motivandolo alla luce dei «piani della nuova coalizione di governo», nonché del pericolo «di stallo degli sforzi per le riforme strutturali» e del possibile capovolgimento delle «riforme passate, come quella delle pensioni adottata nel 2011»¹⁰. La *mise en garde* rispetto all'abbandono della traiettoria di riduzione del debito e del ricorso al *deficit spending* – largamente impartita, come noto, negli anni della crisi¹¹ – vie-

⁴ In tal senso, soprattutto nella dottrina statunitense, appare ricorrente il richiamo alla posizione di un prestigioso editorialista del *New York Times*, T.L. Friedman, il quale afferma che vi siano due superpotenze al mondo, «there's the United States, and there's Moody's Bond Rating Service. The United States can destroy you by dropping bombs, and Moody's can destroy you by downgrading your bonds. And Believe me, it's not clear sometimes who's more powerful».

⁵ Si pensi, da ultimo, alla recente modifica, da stabile a negativo, dell'*outlook* dell'Italia da parte di Fitch, posta in essere alla luce, tra le altre cose, dell'instabilità del Governo Conte; cfr. Fitch Ratings, *Fitch Revises Italy's Outlook to Negative; Affirms at 'BBB'*, del 31 agosto 2018.

⁶ Il riferimento è a A. Ruggeri, *Art. 94 della Costituzione vivente: 'Il Governo deve avere la fiducia dei mercati' (nota minima a commento della nascita del Governo Monti)*, in *Federalismi*, 23/2011.

⁷ Il riferimento è alle cd. *big three* del *rating*, e, cioè, Moody's, Standard & Poor's e Fitch (nonostante, storicamente, con tale espressione si alluda ai tre leader della conferenza di Yalta, ossia Churchill, Roosevelt e Stalin).

⁸ Cfr. Fitch Ratings, *Fitch Affirms Italy at 'BBB'; Outlook Stable*, del 16 marzo 2018.

⁹ Cfr. Moody's Investors Service, *Moody's places Italy's Baa2 rating on review for downgrade*, 25 maggio 2018.

¹⁰ *Ibidem*.

¹¹ Il riferimento è alla nota lettera inviata, il 5 agosto 2011, dai «due» governatori della BCE al Governo italiano, con la quale si elencavano a quest'ultimo, tanto le misure da adottare, quanto il mezzo da utilizzare e le tempistiche da rispettare. Sul punto v. G. Zagreb-

ne altresì accompagnata da un avvertimento: l'attività del futuro governo verrà strettamente monitorata, al fine di valutare un possibile *downgrade* del *rating* italiano.

È però un altro il passaggio che si vuole qui evidenziare, e cioè quello in cui Moody's – col senno di poi, potrebbe dirsi, in maniera quasi profetica – chiama in causa il Presidente della Repubblica per assicurare gli investitori in ordine a una possibile uscita dell'Italia dall'euro; affermando che questi godrebbe di un significativo potere, idoneo a garantire il rispetto degli obblighi internazionali, ivi inclusi quelli derivanti dall'appartenenza dell'Italia all'Eurozona.

Ed è noto come, appena due giorni dopo, il Presidente della Repubblica Mattarella, con un comunicato assai dibattuto rilevava come «l'incertezza sulla nostra posizione nell'euro [avesse] posto in allarme gli investitori», e di come «l'impennata dello *spread*» e «le perdite in borsa» rendessero necessario che quel «messaggio immediato, di fiducia o di allarme, per gli operatori economici e finanziari», quale è la designazione del ministro dell'Economia, fosse di natura diversa rispetto a quella sostenuta dalla forza di maggioranza del Paese.

Che si tratti di una coincidenza o meno, quella riportata pare essere una delle numerose vicende che testimoniano, in maniera più o meno emblematica, la sussistenza e il ruolo esercitato da quella costellazione di poteri che appare, ormai, caratterizzare l'economia globale, e con cui gli Stati, loro malgrado, sembrano tenuti sempre più a interfacciarsi¹². Le agenzie di *rating*, insieme ai mercati finanziari, ovvero come nunzi o sobillatori di questi ultimi, si stagliano per una porzione importante di tale costellazione e la loro crescente capacità di plasmare l'economia e la finanzia – e, di conseguenza, le politiche nazionali – in ossequio a lemmi, per così dire,

sky, *Loro diranno, noi diciamo: vademecum sulle riforme istituzionali*, Laterza, Roma-Bari, 2016, pp. 3 ss.; E. Olivito, *Crisi economico-finanziaria ed equilibri costituzionali*, cit., *passim*; M. Benvenuti, *Libertà senza liberazione. Per una critica della ragione costituzionale dell'Unione europea*, Editoriale Scientifica, Napoli, 2018, pp. 62 ss.

¹² In questo senso, T.J. Sinclair, *The New Masters of Capital*, cit, pp. 174 ss., si interroga su quali limiti potranno concretamente porsi al potere esercitato dalle agenzie di *rating*, senza incappare nelle classiche obiezioni di ordine liberale. Più in generale, sul rapporto tra Stati e istituzioni della globalizzazione v., da ultimo, M. Betzu, *Stati e istituzioni economiche sovranazionali*, Giappichelli, Torino, 2018, e bibliografia ivi richiamata, ma anche, con particolare riguardo alle politiche di condizionalità, L. Ronchetti, *Nomos infranto. Globalizzazione e costituzioni del limite come principio essenziale*, Jovene, Napoli, 2008.

post-costituzionali¹³, richiama il costituzionalismo al compito di *caelo devocare sidera*, al fine di ricondurre anche quest'ultime all'interno delle coordinate di senso tipiche del suo paradigma moderno¹⁴. Ed è proprio su queste basi che si ritiene opportuno muovere la presente indagine.

2. Profili informativi e limiti della teoria reputazionale

Se la portata egemonica delle agenzie di *rating* costituisce storia relativamente recente, lo stesso non può dirsi per la loro ideazione e per i presupposti che ne hanno portato alla loro creazione.

Concepite per ovviare alle asimmetrie informative che, non di rado, caratterizzano il rapporto tra debitori (emittenti titoli di debito) e creditori (investitori) nel mercato dei capitali¹⁵, esse rappresentano la versione più raffinata di quei registri mercantili di età medievale, coi quali si voleva offrire al mondo commerciale una sorta di archivio storico da cui desumere il grado di affidabilità dei vari operatori¹⁶. La *ratio* alla base delle agenzie di *rating* richiama simili finalità e ve ne accompagna delle ulteriori. Partendo dal presupposto per cui l'investitore, da solo, non abbia i mezzi o le capacità di raccogliere e comprendere tutte le informazioni necessarie per valutare il rischio insisto nell'acquisto di un determinato titolo sul mercato,

¹³ Si pensi a quelle locuzioni – pareggio di bilancio, sostenibilità del debito pubblico, interessi, *spread* – che sia nel dibattito politico, che in quello scientifico, sembrano aver acquisito una sorta di plusvalore indiscusso, capace di incidere tanto sulle politiche legislative, quanto sulla Costituzione stessa (il riferimento è alla riforma costituzionale del 2012, sulla quale, per tutti, v. M. Luciani, *Costituzione, bilancio, diritti e doveri dei cittadini*, in AA.VV., *Dalla crisi economica al pareggio di bilancio: prospettive, percorsi e responsabilità*, Atti del 58° Convegno di studi di scienza dell'amministrazione, Varenna 20-22 settembre 2012, Giuffrè, Milano, 2013, pp. 704 ss.; nonché Id, *L'equilibrio di bilancio e i principi fondamentali: la prospettiva del controllo di costituzionalità*, Relazione al Convegno «Il principio dell'equilibrio di bilancio secondo la riforma costituzionale del 2012», Palazzo della Consulta, 22 novembre 2013.

¹⁴ Tale necessità è stata evidenziata, da subito, da C. Pinelli, *L'incontrollato potere delle agenzie di rating*, in *Costituzionalismo.it*, n. 2/2012, il quale, in particolare, ha sottolineato l'esigenza di ristabilire, con riguardo alle agenzie di *rating*, la «corrispondenza fra potere e responsabilità».

¹⁵ Cfr. F. Partnoy, *The Siskel and Ebert of Financial Markets?: Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies*, in *Washington University Law Review*, n. 77(3)/1999, pp. 632 ss. Che oggi le agenzie di *rating* abbiano ancora un valore informativo è questione assai dibattuta (v. *infra*).

¹⁶ Circa lo sviluppo di un tale fenomeno nel territorio europeo v. U. Santarelli, *Mercanti e società tra mercanti*, Giappichelli, Torino, 1992, pp. 59 ss.

esse puntano a offrire allo stesso un'indicazione di massima circa la capacità di colui che emette quel titolo di saldare i propri debiti alle scadenze prestabilite¹⁷.

Sin dagli inizi, il conseguimento di un simile obiettivo da parte delle agenzie di *rating* si rivelò fondamentale nel favorire l'afflusso di capitali verso le imprese impegnate nella costruzione della ferrovia; attività che – essendosi spostata in territori lontani dalle grandi città – riscontrava notevoli difficoltà nel reperire investitori e banche locali disposti a finanziarla¹⁸. Attraverso i *ratings*, pertanto, si offriva agli operatori l'opportunità di investire su tali imprese in ragione di un quadro di informazioni che risultasse completo e dettagliato, piuttosto che in forza di un “puro atto di fede”¹⁹.

La novità importata dalle agenzie di *rating*, tuttavia, non si ebbe nella mera conglomerazione di informazioni di difficile reperibilità – attività, questa, intrapresa già da tempo a quell'epoca²⁰ – bensì nell'accompagnamento di queste a una specifica valutazione (*rating*) che si proponesse di riassumerne il senso. Fu proprio tale innovazione a comportare, per quelle che verranno conosciute come le *big three* del *rating* mondiale, il passaggio verso la loro attuale fisionomia, segnando per le stesse un significativo mutamento di senso che le caratterizzerà per gli anni a venire: non più la mera elaborazione di compendi densi di informazioni e statistiche, bensì l'accostamento ad essi di un giudizio sulla solvibilità e affidabilità di colui che emette quel determinato titolo, riassunto in una lettera e un simbolo²¹.

¹⁷ Fu proprio la necessità di reperire e offrire tali informazioni, tanto più in un contesto caratterizzato dagli spazi ampi, quale è quello statunitense, a costituire il presupposto storico da cui mossero i primi passi le agenzie di *rating* (cfr., per una prospettiva storica, R. Sylla, *An Historical Primer On The Business of Credit Rating*, in R.M. Levich, G. Majnoni, C.M. Reinhart (a cura di), *Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System*, Kluwer Academic Publishers, Boston, 2002, pp. 19 ss.). D'altronde la pubblicazione del *Moody's Analyses of Railroad Investments* nel 1909, del *Poor's Manual of the Railroads of the United States* del 1916 (la prima edizione risale al 1868, ma solo in quella del 1916 apparvero i *rating*), nonché del *The Fitch Bond Rating Book* nel 1923, ossia di veri e propri *vademecum* per coloro che intendessero investire nei titoli e nelle infrastrutture del paese, confermano questo aspetto.

¹⁸ Cfr. R. Sylla, *op. cit.*, p. 22.

¹⁹ Così, lo stesso J. Moody, *The Long Road Home: An Autobiography*, Macmillan, New York, 1933, p. 90.

²⁰ Veri e propri compendi di informazioni, come l'*History of the Railroads and Canals of the United States of America*, di Henry V. Poor's, erano, infatti, già in circolazione a partire dalla seconda metà dell'Ottocento.

²¹ Per un'analisi delle scale di valutazione delle varie agenzie e della loro interpretazione nel tempo, v. H.M. Langhor, P.T. Langohr, *The Rating Agencies and their Credit Ratings*, Wiley, Hoboken, 2008, pp. 75 ss.

Sulle problematiche legate al tipo di analisi spesso alla base delle valutazioni delle agenzie di *rating* si tornerà più avanti. È qui, invece, appena il caso di rilevare come, con il passaggio a una vera e propria attività di valutazione, l'operato delle agenzie di *rating* abbia finito con l'assumere una fisionomia peculiare, quale sintesi di tre modalità già da tempo presenti sul mercato, cui l'investitore soleva ricorrere per reperire le informazioni necessarie a fondare le proprie scelte. Il riferimento è alle *credit reporting agency*, alla stampa specializzata di settore e alle banche d'investimento²². Delle prime, le agenzie di *rating* assumono, infatti, quel carattere tipicamente assimilabile a sorta di archivio storico delle attività e delle vicende di un determinato soggetto; analogamente alla seconda, invece, tendono a configurarsi come autorevoli fonti di informazione, mentre, infine, rispetto alle terze, esse, con le proprie scelte (nella fattispecie le valutazioni), pongono il loro *reputational capital* su quel determinato titolo, con evidenti effetti su di esso²³.

In questo senso, il merito delle agenzie di *rating* andrebbe ricercato nella condensazione, per il potenziale investitore, di un ampio spettro di informazioni in una breve analisi a sostegno di un voto, dal quale egli possa desumere non solo i rischi legati a quel dato investimento, ma anche, di conseguenza, il tasso di interesse più opportunamente da richiedere alla luce di questi ultimi²⁴.

Come si vedrà meglio più avanti, vi è qui un passaggio fondamentale: il giudizio di un terzo soggetto privato finisce con l'incidere concretamente sul titolo oggetto di valutazione, in quanto l'attribuzione di quel determinato voto si traduce, inesorabilmente, in una indicazione agli investitori circa l'opportunità di assumere, a fronte di quel determinato guadagno (tasso di interesse), quel preciso rischio (in termini di saldo del debito e tempestività dello stesso)²⁵. Per quanto una simile circostanza possa tradursi nella produzione di effetti significativi – sia *ad abundantiam* (una bolla

²² Di tale avviso, R. Sylla, *op. cit.*, pp. 23-25.

²³ In questo senso, le agenzie di *rating* vengono spesso definite come “*reputational intermediaries*”, in quanto, attraverso le proprie valutazioni, si propongono di risolvere le asimmetrie informative del mercato e, al contempo, fornire agli investitori un quadro completo dei vari emittenti; cfr. J.C. Coffee, *Gatekeeper Failure and Reform: The Challenge of Fashioning Relevant Reforms*, in *Boston University Law Review*, n. 84 (2)/2004, pp. 308-309.

²⁴ Cfr. F. Partnoy, *The Siskel and Ebert*, cit., p. 630.

²⁵ Anche se, sul punto, C. Brummer, R. Loko, *The New Politics of Transatlantic Credit Rating Agency Regulation*, in T. Porter (a cura di), *The Fate of Transnational Financial Regulation*, Routledge, London 2013, p. 155, ritengono che le agenzie di *rating*, più che indicare il «*price risk*», si limitano a categorizzarlo.

speculativa) che in *malam partem* (una crisi di liquidità) – essa non appare, in linea di principio, censurabile da un punto di vista giuridico. A questo livello, infatti, ci si dovrebbe limitare a concordare con quella giurisprudenza statunitense che, sulla base della *free speech clause* contenuta nel primo emendamento della Costituzione statunitense, ha ricondotto le valutazioni delle agenzie di *rating* nell'alveo della libertà di manifestazione del pensiero, riconoscendole come «*constitutionally protected "opinions"*»²⁶.

Sempre in questi specifici termini, d'altronde, la capacità di influenzare la collocazione e il tasso di interesse di un certo titolo sul mercato, da parte delle agenzie di *rating*, risulterebbe poggiare sulla mera reputazione che le stesse sono riuscite concretamente a conquistarsi tra gli operatori: più i loro *rating* verranno avvertiti come attendibili, più esse influenzeranno il mercato, in forza di quel *reputational capital* cui si faceva cenno poco sopra.

Cionondimeno, se per un verso è vero che le agenzie di *rating*, lette in quest'ottica, non costituirebbero altro che l'espressione di un'attività più o meno oracolare, il cui grado di influenza risulterebbe rimesso alla comprovata capacità delle stesse di anticipare il mercato²⁷; per l'altro non si comprende come mai esse abbiano conservato, tutt'oggi, un tale grado di incisività a fronte di quella serie di macroscopici fallimenti che, nel corso degli anni, risultano aver caratterizzato il loro stesso operato.

La risposta a questa discrepanza, dunque, sembra doversi ricercare più nel valore che le regolamentazioni finanziarie hanno riconosciuto alle valutazioni delle agenzie di *rating*²⁸, che nella forza reputazionale conquistata da quest'ultime sui mercati e presso gli operatori finanziari in generale²⁹.

²⁶ Cfr. F. Partnoy, *How and Why Credit Rating Agencies Are Not Like Other Gatekeepers*, in Y. Fuchita, R.E. Litan (a cura di), *Financial Gatekeepers*, Brookings Institution, Baltimora, 2006, p. 72.

²⁷ Di tale avviso, tra gli altri, J.R. Macey, *Wall Street Versus Main Street: How Ignorance, Hyperbole, and Fear Lead to Regulation*, in *The University of Chicago Law Review*, n. 65 (4)/1998, p. 1500, nonché S.J. Choi, *Market Lessons for Gatekeepers*, in *Northwestern University Law Review*, n. 92 (4)/1998, pp. 916 ss.

²⁸ In questo senso, C. Brummer, R. Loko, *The New Politics*, cit., pp. 156 ss., sottolinea come «what “really” makes CRAs (credit rating agencies, ndr) special is just how embedded they are in regulatory regimes and practices around the world».

²⁹ Le prime argomentazioni a confutazione della cd. teoria reputazionale sono state mosse da F. Partnoy, *The Siskel and Ebert*, cit., *passim*, il quale sembra essere stato il primo ad aver posto in risalto i pericoli derivanti dal rinvio delle regolamentazioni ai *rating*.

3. Riconoscimento e ascesa delle agenzie di rating. Un modello trasversale

Per comprendere il peso che la regolamentazione finanziaria ha attribuito alle agenzie di *rating* appare indispensabile volgere un breve sguardo all'evoluzione della disciplina statunitense in materia. Non tanto a fini comparatistici, quanto in ragione del fatto che essa, come si vedrà, ha influito sull'omologa disciplina europea e, soprattutto, trova applicazione in un mercato dove, ancora oggi, si collocano alcuni dei maggiori istituti di investimento del pianeta e il cui operare in ossequio a tale disciplina comporta il dispiegamento di una serie di effetti, per così dire "trasversali", che si ripercuotono inesorabilmente anche su gli altri Stati.

I primi richiami alle valutazioni delle agenzie *rating* da parte dei pubblici poteri possono farsi risalire agli interventi regolatori statunitensi del 1931³⁰. A partire da quel momento, infatti, la distinzione dei titoli tra "*speculative*" e non – la quale comportava per gli stessi, rispettivamente, l'impossibilità o meno di accedere ai capitali più ingenti – venne rimessa dalla disciplina di settore alle valutazioni dei cd. «*recognized rating manuals*», riconoscendo, così, ai giudizi delle agenzie di *rating* vera e propria «forza di legge»³¹.

³⁰ Lo scoppio della Grande depressione e il conseguente deterioramento della qualità del credito, infatti, avevano portato, in quell'anno, il Dipartimento del Tesoro statunitense, tramite l'*Office of the Comptroller of the Currency* (di seguito OCC) a stabilire che i titoli acquistati dalle banche dovessero essere valutati almeno BBB da una agenzia di *rating*, altrimenti avrebbero dovuto essere iscritti nei registri contabili come perdita (cfr. R. Cantor, F. Packer, *The Credit Rating Industry*, in *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, n. 19 (2)/1994, p. 6). L'intento di tale previsione – adottata, poco dopo, anche dalle autorità bancarie di diversi stati e confermata dal *Banking Act* del 1935 – era quello di stimolare, attraverso tale previsione, l'afflusso di capitali verso titoli maggiormente sicuri e favorire, così, l'interruzione della spirale recessiva. Con lo stesso obiettivo, di lì a poco, si mossero nuovamente l'OCC e la *Federal Reserve*, quando nel 1936 imposero il divieto per le banche di avere partecipazioni che fossero valutate, da almeno due agenzie di *rating*, al di sotto di un certo *rating* (BBB). Sia le banche che gli altri investitori furono dunque costretti a dedicare grande attenzione alle valutazioni delle agenzie di *rating*, non soltanto perché il divieto venne allargato ad altri soggetti, ma anche perché esso ebbe degli effetti molto concreti, come la svendita e il conseguente fallimento di circa il 50% dei titoli allora collocati sul mercato (v., sul punto, T.J. Sinclair, *The New Masters of Capital*, cit., p. 42).

³¹ Così, L.J. White, *Credit Rating Agencies: An Overview*, in *Annual Review of Financial Economics*, 5/2013, pp. 115 ss., il quale rileva come, in forza di tale previsione, la regolamentazione bancaria avesse riconosciuto «force of law» ai giudizi di quelle «third-party private entities».

Sembra potersi ravvisare, qui, il primo dei due passaggi decisivi che appaiono aver segnato l'ascesa delle agenzie di *rating*. L'incorporazione dei *rating* nella regolamentazione finanziaria, seppure letta in vista di un mercato meno speculativo e più regolamentato, lasciava emergere almeno due criticità. In primo luogo, si attribuiva a dei soggetti privati, del tutto non regolamentati, la funzione estremamente delicata di decidere chi fosse affidabile – e, quindi, collocabile nei portafogli dei maggiori investitori – o meno, riconoscendo all'operato delle agenzie di *rating* un ruolo che ben si prestava a derive opportunistiche e/o anticompetitive. In secondo luogo, e in ragione di tale attribuzione, le agenzie di *rating* non avrebbero più dovuto preoccuparsi di conservare e alimentare il proprio *reputational capital*, in quanto l'ottenuta copertura normativa era motivo di incoraggiamento a spostare la propria attività «from the business of providing valuable credit information to the far more lucrative business of selling regulatory licenses»³².

Le agenzie di *rating*, tuttavia, nonostante la presenza di simili problematiche e il progressivo allargamento del richiamo alle proprie valutazioni, non assunsero, da subito, quel ruolo egemonico che ci si sarebbe aspettati. La forte regolamentazione del mercato, la presenza di titoli emessi prevalentemente da enti pubblici – e quindi considerati di per sé affidabili – nonché le scarse opportunità di guadagno sui mercati esteri³³, calarono le stesse in una sorta di stasi³⁴.

Sarà solo a partire dagli anni Settanta che le agenzie di *rating* vivranno una «seconda giovinezza»³⁵. In questo senso, un ruolo fondamentale venne giocato, ancora una volta, dal rinvio della normativa ai *rating*. La forte volatilità sui mercati, registrata a seguito della crisi petrolifera del '73, convinse, infatti, il legislatore dell'opportunità di amplificare e cristallizzare il ruolo delle agenzie di *rating*. In questa prospettiva, la *Securities and Exchange Commission* (di seguito SEC) stabilì, nel 1975, la cd. *net-capital rule*, con la quale si obbligano gli intermediari finanziari a mantenere, a tutela della

³² Così F. Partnoy, *The Siskel and the Ebert*, cit., p. 623, il quale, per «regulatory licenses», intende «the valuable property rights associated with the ability of a private entity, rather than the regulator, to determine the substantive effect of a legal rules».

³³ Di tale avviso, R. Sylla, *An Historical Primer*, pp. 34-35.

³⁴ Sul punto, C. Pinelli, *Le agenzie di rating nei mercati finanziari globalizzati*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, n. 4/2012, p. 235, parla di una vera e propria «stagione di declino» delle agenzie di *rating*, «che termina con la liberalizzazione dei mercati finanziari avviata da Ronald Reagan e Margaret Thatcher», la quale, in qualche modo, fa eco al periodo di *laissez-faire* che aveva caratterizzato l'ascesa delle agenzie fino agli anni Trenta.

³⁵ Così G. Ferri, P. Lacitignola, *Le agenzie di rating*, Il Mulino, Bologna, II, 2014, p. 23.

clientela, una certa percentuale del proprio portafoglio valori in riserve³⁶. La misura, tutt'ora in vigore, prevede tuttavia un trattamento privilegiato per quei titoli che siano stati collocati all'interno del cd. "*investment grade*"³⁷, da almeno due «nationally recognized statistical rating organizations» (di seguito NRSRO)³⁸.

La definizione di NRSRO e gli stessi criteri alla base del procedimento per essere riconosciuti come tale da parte della SEC rimasero, per lungo tempo, del tutto indefiniti e rimessi all'ampia discrezionalità di quest'ultima³⁹. Con la designazione di Moody's, Standard & Poor's e Fitch, il mercato delle agenzie di *rating*, già di per sé non affollato di *competitors*, divenne una sorta di oligopolio istituzionalizzato ancor più ristretto. L'assenza di criteri formali per il riconoscimento, di procedure di revisione della decisione finale, nonché di obblighi di motivazione della stessa, facevano, infatti, fungere la SEC da vera e propria barriera d'ingresso per le altre agenzie⁴⁰. Solo nel 2002, sulla scorta degli scandali finanziari degli anni precedenti e con l'approvazione del *Sarbanes-Oxley Act*, il Congresso sembra accorgersi del fenomeno e richiede alla SEC un rapporto sul ruolo e il funzionamento delle agenzie di *rating*.

Fu questo un passaggio fondamentale vero l'approvazione, a più di trent'anni dall'istituzione delle NRSRO, del *Credit Rating Agency Reform Act* del 2006, con il quale viene conferita trasparenza e formalità al procedimento di riconoscimento (*rectius*: registrazione) delle NRSRO, nonché limitati poteri di supervisione in capo alla SEC sulle stesse⁴¹.

È appena il caso di notare come, seppure tale provvedimento abbia favorito l'ingresso di nuove agenzie di *rating* nella categoria, esso si sia rivelato ben lontano dallo scalfire le posizioni di dominio ricoperte delle *big*

³⁶ Cfr. SEC Rule 15c3-1 (*Net capital requirements for brokers or dealers*).

³⁷ Per "*investment grade*" si fa riferimento alla sezione più alta delle scale di valutazioni delle agenzie di *rating*, la quale, solitamente, va appunto da AAA fino a BBB-, o equivalente.

³⁸ In sostanza, per quei titoli sarà sufficiente calcolare una minore quota da destinare a riserva e, pertanto, risulteranno maggiormente appetibili agli occhi degli investitori.

³⁹ Su tale aspetto, R. Cantor, F. Packer, *The Credit Rating Industry*, cit., p. 8, ritengono che l'assenza di criteri formali nella designazione, nonché la stessa nozione di «nationally recognized by the predominant users of ratings in the United States as an issuer of credible and reliable ratings», abbiano favorito, di per sé, il mantenimento del predominio delle *big three*, in quanto, per essere "*nationally recognized*", occorre essere già sul mercato e aver maturato un certo peso nei confronti degli investitori.

⁴⁰ In tal senso, L.J. White, *Credit Rating Agencies: An Overview*, cit., pp. 117 ss., il quale effettua una sorta di cronistoria dei riconoscimenti delle NRSRO fino al 2013.

⁴¹ Per un approfondimento, v. C. Brummer, R. Loko, *The New Politics*, cit., pp. 158-16.

three, le cui valutazioni, da sole, rappresentano circa il 97% dei *rating* prodotti complessivamente, ogni anno, dalle NRSRO⁴².

Ad ogni modo, l'istituzione delle NRSRO ebbe una vasta eco all'interno delle regolamentazioni finanziarie⁴³ e favorì la cristallizzazione di un sistema già in uso da tempo. I riferimenti alle valutazioni delle NRSRO crebbero costantemente negli anni, e non solo nella normativa statunitense. Un facile esempio in tal senso è offerto dal cd. accordo Basilea II – nonché dalle direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE che lo hanno recepito a livello europeo – il quale sembra, in qualche modo, richiamare la disciplina delle NRSRO. Con esso si è infatti stabilito che la quota di patrimonio che le banche devono destinare a riserva, per fini prudenziali, venga calcolata sulla base delle valutazioni effettuate da quelle agenzie di *rating* che hanno ottenuto il riconoscimento ECAI (*external credit assessment institution*) da parte di almeno una delle banche centrali degli Stati aderenti all'accordo⁴⁴, ovvero sulla base di *rating* interni laddove ove autorizzati⁴⁵. Con la previsione del riconoscimento ECAI la normativa europea e quella statunitense convergono, dunque, verso un modello tendenzialmente uniforme.

L'equivalenza tra NRSRO ed ECAI sembra essere affermata anche dallo stesso Regolamento (CE) n. 1060/2009, così come modificato dal Regolamento (UE) n. 462/2013. Questi, infatti, con riguardo al ricorso ai *rating* per fini regolamentari, ha autorizzato l'utilizzo di *rating* emessi da agenzie collocate al di fuori del territorio europeo a condizione che: tali agenzie risultino assoggettate a un regime normativo equivalente a quello previsto

⁴² Cfr. SEC, *Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*, Dicembre 2017.

⁴³ Sul punto v. H.M. Langhor, P.T. Langohr, *The Rating Agencies*, cit., pp. 430 ss., ma anche F. Partnoy, *The Paradox of Credit Ratings*, in R.M. Levich, G. Majnoni, C. M. Reinhart (a cura di), *Ratings*, cit., pp. 72 ss., il quale evidenzia come, con l'istituzione delle NRSRO e l'aumento del rinvio delle regolamentazioni ad esse, il *business* delle *big three* crebbe vertiginosamente.

⁴⁴ In Italia il riconoscimento ECAI viene, dunque, affidato alla Banca d'Italia, che vi provvede sulla base dei criteri stabiliti dai parr. 90 e 91 del documento di "Convergenza internazionale della misurazione del capitale e dei coefficienti patrimoniali" (cd. Basilea II, appunto).

⁴⁵ Sullo stesso crinale, d'altronde, si muove l'accordo Basilea III, il quale, tuttavia, sembra caratterizzarsi per il prediligere un maggiore affidamento ai cd. *rating* interni, ossia a quelle valutazioni di rischio effettuate, in via autonoma, dallo stesso istituto di credito. Sulle perplessità destate da un simile approccio si tornerà più avanti.

dall'Unione europea⁴⁶, esse abbiano ottenuto la certificazione del CESR⁴⁷ e sia stato stipulato un «accordo di cooperazione» tra il paese di provenienza e l'ESMA (*European Securities and Markets Authority*)⁴⁸, ossia l'autorità europea preposta alla vigilanza sulle agenzie di *rating*⁴⁹.

La Commissione europea, ai sensi dell'art. 5, par. 1, lett. b) del Regolamento UE n. 1060/2009, ha riconosciuto come equivalente a quella europea la normativa di vari paesi, tra cui quella statunitense sulle NRSRO; per le quali, pertanto, il riconoscimento ECAI rappresenta una pura formalità⁵⁰.

La normativa sommariamente richiamata sembra far emergere come la regolamentazione finanziaria, sia statunitense che europea, abbia riconosciuto un ruolo centrale alle valutazioni delle agenzie di *rating*, attribuendo alle stesse la facoltà di disciplinare, seppure indirettamente, importantissimi aspetti dell'attività delle banche e degli intermediari finanziari in generale.

Si pensi al calcolo delle ponderazioni di rischio dei crediti, con cui viene calcolato l'ammontare del patrimonio di vigilanza di cui si deve dotare un istituto di credito: esso passa, in riferimento ai titoli sovrani, dallo 0% per un titolo valutato AAA, al 50% del capitale investito per uno valutato BBB, e al 100% per uno valutato BB+⁵¹. È noto come un più elevato patri-

⁴⁶ Ai sensi dell'art. 5, par. 6, perché il regime normativo del paese terzo possa considerarsi equivalente è sufficiente che raggiunga, di fatto, i medesimi obiettivi ed effetti previsti dalla normativa europea (es. registrazione, supervisione, indipendenza ecc.).

⁴⁷ Cfr. art. 5, par. 2, il quale affida, appunto, al Comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari (CESR) il compito di certificare che l'agenzia di *rating* collocata in un paese terzo sia stata ivi autorizzata o registrata, risulti sottoposta a vigilanza ad opera di quello stesso paese e che i *rating* emessi da tale agenzia e le sue attività non abbiano un'importanza sistemica per la stabilità finanziaria, ovvero l'integrità, dei mercati di uno o più Stati membri.

⁴⁸ Si tratta di accordi volti a disciplinare lo scambio di informazioni e il coordinamento delle attività di vigilanza delle autorità interessate. Nel caso delle NRSRO, l'accordo è stato raggiunto nel marzo 2012, con un *Memorandum of Understanding* tra SEC ed ESMA.

⁴⁹ Cfr. Regolamento UE n. 1095/2010, il quale affida a tale autorità europea, tra le altre cose, la supervisione delle agenzie di *rating* operanti nel territorio UE, circa il rispetto della normativa europea di settore.

⁵⁰ Cfr. Titolo II, Capitolo 1, Parte prima, Sez. VIII, della Circolare n. 263 del 27 dicembre 2006 della Banca d'Italia.

⁵¹ V., sul punto, i parr. 50 e ss. dell'accordo Basilea II. In tale prospettiva, M. De Bellis, *La regolazione dei mercati finanziari*, Giuffrè, Milano, 2012, pp. 224-225 rileva come, tanto con Basilea II, quanto con Basilea III, «lo *standard* di regolazione di un soggetto pubblico» attraverso il rinvio ai *rating* abbia rafforzato «i criteri di valutazione utilizzati da soggetti privati» e abbia operato «un rinvio all'intera attività posta in essere da questi ultimi», portando il regolatore pubblico a perdere «il potere di controllare e verificare» il contenuto dello *standard* privato utilizzato per la valutazione. Il *rating*, infatti, quale *standard* di riferimento

monio di vigilanza si traduca, per una banca, in un minore impiego delle proprie risorse, il che implica una diminuzione della redditività delle stesse e, di conseguenza, l'applicazione di un più alto tasso di interesse su quegli investimenti che richiedono l'iscrizione di una riserva maggiore.

L'effetto di un *rating* non elevato, tuttavia, non si ripercuote esclusivamente sul tasso di interesse e, quindi, sul costo del credito. Esso, al contrario, può arrivare a inibire, *tout court*, l'afflusso di capitali da parte di determinati investitori, quali, ad esempio, quelli istituzionali (es. fondi comuni di investimento, fondi pensioni ecc.)⁵² – essi, infatti, prevedono spesso il divieto di acquistare titoli valutati al di sotto del cd. *investment grade* (titoli, cioè, valutati da AAA a BBB-) – rendendo difficile il reperimento di liquidità sul mercato⁵³.

Proprio in questa direzione sembra muoversi sia la disciplina del *Public Sector Purchase Programme* (cd. *quantitative easing*), che del *Corporate Sector Purchase Programme* (cd. *corporate quantitative easing*), e cioè dei due importanti programmi di finanziamento con i quali la BCE, rispettivamente a partire dal marzo 2015 e dal giugno 2016, ha iniziato a sostenere il settore pubblico e quello privato dell'Eurozona, attraverso l'acquisto di titoli di Stato, con il primo, e delle imprese, con il secondo. Entrambi i programmi, infatti, per l'individuazione dei titoli acquistabili dalla BCE rinviano alla disciplina stabilita dall'art. 82 del Quadro di riferimento della politica monetaria dell'Eurosistema⁵⁴, il quale richiede che tali titoli siano stati valutati dalle agenzie di *rating* accettate dalla BCE – cioè Moody's, S&P, Fitch e DBRS⁵⁵ – con un *rating* pari almeno a BBB-, ossia la soglia dell'*investment grade*. In altri termini, l'accesso ai programmi di finanziamento della BCE

per le attività finanziarie è, sì, il «prodotto più visibile dell'attività delle agenzie», ma è anche «il punto finale di un processo di valutazione, in cui vengono utilizzati gli standard fatti propri dall'agenzia stessa».

⁵² In tal senso, R.S. Wilson, *Corporate Senior Securities*, PPC, Illinois, 1987, pp. 344-347.

⁵³ Un esempio di tali previsioni può ritrovarsi nella SEC *Rule 2a-7*, nell'art. 6 della Direttiva 2007/16/CE e, nonostante le attenuazioni e gli accorgimenti previsti, da ultimo, con la Direttiva 2013/14/UE, nell'art. 51 della Direttiva 2009/65/CE. Con specifico riguardo alla legislazione italiana, v. la legge n. 130/1999, l'art. 100bis del T.U.F., il decreto-legge n. 237/2016, convertito con modificazioni dalla legge n. 15/2017, nonché il decreto-legge n. 18/2016, convertito, anch'esso con modificazioni, dalla legge n. 49/2016.

⁵⁴ Cfr. BCE/2014/60.

⁵⁵ Si tratta della Dominion Bond Rating Service, un'agenzia di *rating* canadese, che è quindi l'unica delle quattro, adottate a parametro dalla BCE, a non essere statunitense.

per l'Eurozona viene subordinato alla valutazione che un soggetto privato – peraltro non europeo – effettua in ordine ai possibili fruitori dello stesso.

Sulle significative implicazioni derivanti da una tale previsione si tornerà in seguito. Per il momento sembra opportuno solo rilevare come i frequenti rinvii della regolamentazione ai *rating* abbiano finito per conferire alle agenzie di *rating* un enorme potere di condizionamento del sistema finanziario ed economico; in qualche modo confermando l'idea secondo cui esse trarrebbero la loro forza più dalle regolamentazioni finanziarie che dalla propria reputazione conquistata sul mercato.

4. *Conflitti di interesse, unsolicited rating e irresponsabilità: la difficoltà di guardare con fiducia al modello autoregolamentativo*

Le problematiche legate ai continui rinvii normativi alle valutazioni delle agenzie di *rating* non sembrano, comunque, costituire l'unica criticità che risulta caratterizzare l'attività di quest'ultime. Un altro aspetto che pare opportuno trattare in tema di agenzie di *rating*, infatti, è quello relativo alle problematiche legate ai conflitti di interessi che, spesso, sorgono nell'attività delle stesse.

Fino agli anni Settanta le agenzie di *rating* pubblicavano le proprie valutazioni in cartaceo, traendo il proprio guadagno dalla vendita di tali pubblicazioni; era, dunque, l'acquisto di queste da parte degli investitori a rappresentare la principale fonte di guadagno delle agenzie. A partire dal 1968, invece, le agenzie di *rating* iniziarono a far pagare i propri *rating* direttamente agli emittenti e, ancora oggi, esse traggono la quasi totalità dei propri introiti da questi ultimi (cd. *iusser pay model*)⁵⁶.

Il forte pericolo che deriva da tale sistema – cui il Codice giustiniano oviava già nel VI secolo d.C., con il principio “*nemo iudex in causa sua*” – è stato ampiamente sottolineato dalla dottrina⁵⁷. Nondimeno, la questione sembra doversi affrontare anche da un'angolazione differente rispetto all'impostazione tradizionale. Al riguardo, infatti, si è soliti rilevare come il fatto che l'emittente paghi il valutatore (i.e. l'agenzia di *rating*) per la propria valutazione possa indurre quest'ultimo a comportamenti opportunistici, come, ad esempio, riconoscere *rating* più elevati a fronte dell'ottenimen-

⁵⁶ Cfr. F. Partnoy, *The Siskel and Ebert*, cit., p. 653; T.J. Sinclair, *The New Masters of Capital*, cit, pp. 27-30.

⁵⁷ Con particolare attenzione agli ultimi interventi legislativi statunitensi, v., da ultimo, le riflessioni di J.C. Coffee, *Ratings Reform*, cit., *passim*.

to dell'incarico di valutazione⁵⁸, o magari di un maggiore corrispettivo⁵⁹, ovvero in ragione dell'acquisto, da parte dell'emittente, dei servizi secondari (es. consulenza) proposti dall'agenzia⁶⁰: espressioni, queste, riconducibili al fenomeno del cd. *rating shopping*.

Seppure, in media, le entrate derivanti da un singolo emittente, o gruppo collegato di essi, rappresentino, nel caso delle *big three*, circa il 2% delle loro entrate totali⁶¹, il rischio risulta molto concreto, in quanto il corrispettivo a favore dell'agenzia di *rating* viene solitamente calcolato sulla base del valore nominale del titolo che essa è chiamata a valutare⁶².

A tali criticità si è soliti ribattere affermando che la necessità di mantenere una buona reputazione sul mercato induca, di per sé, le agenzie di *rating* a operare correttamente ed evitare forme di *rating shopping*⁶³.

Si è già avuto modo di vedere, tuttavia, come il richiamo alla reputazione delle agenzie di *rating* appaia poco convincente alla luce dei continui richiami normativi alle loro valutazioni. Uno sguardo ai clamorosi fallimenti che, nel corso degli anni, hanno caratterizzato l'operato di tali agenzie⁶⁴

⁵⁸ Cfr. L.J. White, *The Credit Rating Industry: An Industrial Organization Analysis*, in R.M. Levich, G. Majnoni, C.M. Reinhart (a cura di), *Ratings*, cit., p. 50, il quale, tuttavia, ritiene che la preoccupazione di conservare una buona reputazione sui mercati sia sufficiente a mantenere sotto controllo simili derive.

⁵⁹ *Ibidem*.

⁶⁰ Circa tale aspetto, la stessa SEC, nel 2003, con il *Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securites Markets*, pp. 19 e 41, ha rilevato come il conflitto d'interessi risulti «exacerbated by the rating agencies' practice of charging fees based on the size of the issuance», nonché dall'offerta di «ancillary services to issuers, such as pre-rating assessments and corporate consulting».

⁶¹ *Ivi*, p. 41.

⁶² In quest'ottica potrebbe spiegarsi la forte attenzione delle agenzie di *rating* per gli strumenti derivati; cfr. F. Partnoy, *How and Why Credit Rating Agencies Are Not Like Other Gatekeepers*, cit., pp. 73 ss., ma v., anche, C. Pinelli, *L'incontrollato potere delle agenzie di rating*, cit., p. 6.

⁶³ Di tale avviso, tra gli altri, R. Cantor, F. Packer, *The Credit Rating Industry*, cit., p. 4; L.J. White, *op. loc. cit.*; J.C. Coffee, *Gatekeeper Failure and Reform*, cit., pp. 30-309. Al contrario, G. Grasso, *Agenzie di rating e impatto sulle sovranità*, in *Giur. Cost.*, n. 2/2016, p. 8, evidenzia come le agenzie di *rating*, attraverso «parole come "credibilità sui mercati", "affidabilità" e "buona reputazione"» abbiano dato vita a un «surrogato delle forme di giustificazione del potere».

⁶⁴ Si pensi alla Penn Central, WorldCom, Enron, Parmalat e Lehman Brothers, solo per citare alcuni dei casi più eclatanti, in cui le *big three* avevano valutato positivamente titoli di emittenti che, poco dopo, andarono in *default*. Per una disamina, in particolare con riguardo al ruolo interpretato dalle *big three* nella crisi dei *subprime*, v. J.C. Coffee, *Ratings Reform: The Good, the Bad, and the Ugly*, in *Harvard Business Law Review*, n. 1(1)/2011,

appare sufficiente per offrire una buona motivazione a confutazione della teoria reputazionale; né tantomeno vi si potrebbe obiettare che, come dimostrato da mere analisi empiriche, il mercato continui a reagire alle variazioni dei *rating*⁶⁵. È infatti questa una circostanza che, come si è visto, sembra dipendere più dall'*effetto normativo* che tali variazioni ingenerano, piuttosto che dalla fiducia degli investitori nelle ipotesi sottostanti alle nuove valutazioni⁶⁶.

Ad ogni modo, come si accennava poc' anzi, il tema del conflitto di interessi risulta problematico anche da un ulteriore punto di vista. Se l'accesso dell'emittente a determinati capitali – come, ad esempio, gli investitori istituzionali – è subordinato dalla normativa finanziaria all'ottenimento di un determinato *rating* (*investment grade*), ciò implica che sia l'agenzia di *rating* a risultare indispensabile per l'emittente e non viceversa. In questo senso potrebbe sostenersi che il conflitto d'interessi vada letto al contrario: è il valutatore che si trova nella posizione di dettare condizioni all'emittente, in quanto è il primo che consente al secondo di reperire capitali sul mercato ed è il secondo che dovrà, quindi, compiacere il primo. È in questa prospettiva che sembra, dunque, doversi leggere l'acquisto, da parte dell'emittente, dei servizi secondari proposti dall'agenzia di *rating*, nonché quello che sembra essere l'uso di operare l'inserimento di alcune figure di quest'ultima all'interno della compagine dirigenziale dell'emittente⁶⁷, ovvero, più ampiamente e con particolare riguardo agli emittenti sovrani, la

pp. 236 ss., ma anche L.J. White, *The Credit Rating Agencies*, in *Journal of Economic Perspectives*, n. 24(2)2010, pp. 218 ss.

⁶⁵ Sul punto, infatti, C. Brummer, R. Loko, *The New Politics*, cit., pp. 156 ss., pone in evidenza come la previsione secondo cui «banks and other financial institutions are only permitted to hold debt that has received a certain rating from the agencies, or a certain amount of it relative to their savings», comporti, di per sé, che il *rating* possa tanto riflettere, quanto determinare, lo stesso andamento del mercato.

⁶⁶ Sembra potersi leggere in questa accezione il paradosso individuato da F. Partnoy, *The Paradox of Credit Ratings*, in R.M. Levich, G. Majnoni, C. M. Reinhart (a cura di), *Ratings*, cit., pp. 65 ss., secondo il quale le agenzie di *rating*, non a caso, a partire dalla metà degli anni Settanta e, dunque, con l'istituzione delle NRSRO, hanno visto andare di pari passo tanto l'aumentare del proprio grado di influenza, quanto il deterioramento del valore informativo del proprio operato. È infatti proprio nella dipendenza delle regolamentazioni dai *rating* che l'A. ritiene di poter individuare una spiegazione sufficiente a un simile paradosso.

⁶⁷ Il riferimento è, in particolare, alla WorldCom e alla Wyeth, società entrambe valutate da Moody's che includevano nel proprio *board* proprio l'ex presidente di quest'ultima. Sul punto v. F. Partnoy, *How and Why Credit Rating Agencies Are Not Like Other Gatekeepers*, cit. p. 69.

pratica di indicare all'emittente le cd. *best practice* da porre in essere al fine di ottenere un *rating* più elevato⁶⁸.

Se al tema del conflitto d'interessi, declinato come si è visto, si aggiunge, poi, il fatto che le agenzie possano emettere cd. *unsolicited rating*⁶⁹ – ossia valutazioni su titoli emessi da soggetti che non ne avevano chiesto la valutazione, oppure che, più probabilmente, non si erano rivolti a quella determinata agenzia per la valutazione del proprio titolo – ben si comprende come lo schema emittente-agenzia di *rating* risulti totalmente sbilanciato in favore del secondo⁷⁰.

Gli *unsolicited rating* appaiono, infatti, una delle maggiori espressioni del carattere oligopolistico del mercato dei *rating*.

Un esempio in tal senso può risultare esaustivo. Nel 1993 il distretto scolastico della *Jefferson County* decide di approfittare dei bassi tassi d'interesse dell'epoca per emettere titoli di credito, rivolgendosi a S&P e Fitch per la valutazione degli stessi. A due ore dall'apertura delle contrattazioni, Moody's rilascia, del tutto autonomamente, un *rating* su quei titoli e li valuta con *outlook* negativo, facendo crollare le vendite e aumentare il tasso d'interesse dei titoli emessi dal distretto⁷¹.

In altra occasione fu, persino, la stessa Fitch ad accusare pubblicamente S&P e Moody's di condotte anticompetitive, sostenendo che esse ab-

⁶⁸ Sul punto si tornerà in seguito. Ad ogni modo, occorre segnalare che – come emerso dall'inchiesta della Procura di Trani sui declassamenti del *rating* italiano, nel 2012, da parte di S&P – anche gli emittenti sovrani accedono ai servizi secondari delle agenzie di *rating*; cfr. Tribunale penale di Trani, sent. n. 837/2017.

⁶⁹ Gli stessi risultano avallati dallo stesso par. 108 del Basilea II, laddove si stabilisce che: «le autorità nazionali di vigilanza potranno consentire alle banche di utilizzare alla stessa stregua [dei *rating* formalmente richiesti, ndr] anche *rating* non richieste (*unsolicited*). Non è tuttavia escluso che alcune ECAI si servano di questi ultimi per esercitare pressioni volte a ottenere dalle imprese una formale richiesta di valutazione» (corsivi aggiunti).

⁷⁰ In tale prospettiva, F. Partnoy, *Credit Rating Agencies*, cit., p. 60, sembra leggere, sia il pagamento da parte dell'emittente, che la possibilità di rilasciare *rating* non richiesti, come motivo di conflitto d'interessi, in quanto entrambe suscettibili di tradursi in forme di pressione sull'emittente.

⁷¹ Il distretto scolastico fece causa a Moody's, il quale, tuttavia, vinse la causa in forza della *free speech clause* contenuta nel primo emendamento; cfr. T.J. Sinclair, *The New Masters of Capital*, cit., p. 153. A seguito di questi e altri *unsolicited rating*, il Dipartimento di giustizia americano avviò, a cavallo del 2000, un'inchiesta sul fenomeno; sul punto v. Cfr. F. Partnoy, *How and Why Credit Rating Agencies Are Not Like Other Gatekeepers*, cit. p. 72.

bassassero i *rating* su quelle posizioni per cui non erano stati incaricati di effettuare la valutazione⁷².

Il tema degli *unsolicited rating*, tuttavia, appare di interesse anche al di là della mera condotta anticompetitiva. Esso rileva, infatti, anche di per sé, in quanto la procedura prevista per i normali *rating* implica, per il soggetto valutato, non solo la possibilità di essere sentito, ma anche quella di richiedere una nuova valutazione prima della pubblicazione del *rating*⁷³. Il soggetto destinatario di un *unsolicited rating*, pertanto, sembra costretto, anche solo per questo, ad affidare l'incarico di valutazione a una determinata agenzia.

Ad ogni modo, sia le problematiche legate ai conflitti di interesse che quelle relative agli *unsolicited rating* si inseriscono nel più ampio discorso relativo alla responsabilità civile e penale delle agenzie di *rating*⁷⁴. Nella maggior parte dei casi in cui le valutazioni di queste si sono rivelate controverse, infatti, le agenzie non sono state ritenute responsabili per il proprio operato o, comunque, sono riuscite a evitare condanne trovando un accordo con l'autorità giudiziaria⁷⁵.

⁷² V., Fitch Ratings, *Survey Shows Majority of Structured Finance Executives Oppose Notching as Practiced by Moody's and S&P*, 27 marzo 2002.

⁷³ Per un approfondimento sul procedimento di valutazione delle agenzie di *rating* v. R.C. Wilson, F.J. Fabozzi, *Corporate Bonds: Structure and Analysis*, Wiley & Sons, New York, 1995, pp. 207 ss., ma anche G. De Laurentis, *Contenuto informativo e performance predittive dei rating di agenzia: le basi del dibattito sulla regolamentazione delle agenzie*, in A. Principe (a cura di), *Le agenzie di rating. Quaderni di giurisprudenza commerciale*, Atti del Convegno di Salerno, 8-9 novembre 2012, p. 133.

⁷⁴ Il tema è stato approfondito anche dalla dottrina italiana; v., ad esempio, le riflessioni di G. Alpa, *La responsabilità civile delle agenzie di rating. Alcuni rilievi sistematici*, in *Riv. Trim. di Dir. dell'Econ.*, n. 2/2013 pp. 71 ss. A. Troisi, A. Romano, *Rating, accuratezza delle valutazioni e responsabilità oggettiva*, in *ivi*, pp. 111 ss.; L. Di Donna, *La responsabilità civile delle agenzie di rating. Mercato finanziario, allocazione dei rischi e tutela dell'investitore*, Cedam, Padova, 2012; G. Facci, *Le agenzie di rating e la responsabilità per le informazioni inesatte*, in *Contratto e impresa*, n. 2/2008, pp. 164 ss.; P. Giudici, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, Giuffrè, Milano, 2008; F. Greco, *La responsabilità «extracontrattuale» dell'agenzia di rating nei confronti dell'investitore*, in *Responsabilità civile e previdenza*, n. 5/2013, pp. 1452 ss.

⁷⁵ Il riferimento è agli accordi del febbraio 2015 e del gennaio 2017, con i quali S&P e Moody's hanno accettato di pagare al Dipartimento di giustizia e ad alcuni Stati statunitensi, rispettivamente, 1.375 miliardi e 864 milioni di dollari, a compensazione delle perdite subite durante la crisi dei *subprime* del 2008 e imputabili alle errate valutazioni delle stesse; cfr. DOJ, *Justice Department and State Partners Secure \$1.375 Billion Settlement with S&P for Defrauding Investors in the Lead Up to the Financial Crisis*, del 3 febbraio 2015, nonché, DOJ, *Justice Department and State Partners Secure Nearly \$864 Million Settlement With Moody's Arising From Conduct in the Lead up to the Financial Crisis*.

Negli Stati Uniti l'ampio filone giurisprudenziale sviluppatosi intorno all'attività delle agenzie di *rating* appare orientato al riconoscimento dell'applicabilità della *free speech clause*, nonostante non manchino aperture verso decisioni di diverso tenore⁷⁶. In Italia, il Tribunale di Trani, nelle motivazioni della sentenza di assoluzione a conclusione dell'inchiesta avviata a seguito dei declassamenti operati da S&P nel pieno della crisi economico-finanziaria, sembra fare propria tale impostazione, quando afferma che «l'attività comunicativa – compresa quella finanziaria – trova in primo luogo una tutela diretta nella libertà di manifestazione del pensiero, almeno con riferimento alle opinioni personali»⁷⁷. Il Tribunale, vieppiù, richiama gli artt. 41 e 47 Cost. per affermare che «L'interesse all'informazione afferrisce, in generale, all'ambito di tutta la sfera decisionale dell'uomo, tanto più dell'uomo quale operatore economico, al punto che la sua garanzia, come dinanzi rilevato, è sancita dalla Carta costituzionale [...]. In definitiva, la trasparenza costituisce una delle caratteristiche tipiche del mercato efficiente e, di conseguenza, l'informazione costituisce una precondizione del corretto funzionamento del mercato stesso, una sua connotazione»⁷⁸.

Nonostante non sia questa la sede per argomentare in merito, appare opportuno segnalare la perplessità destata da un simile passaggio argomentativo. Riconoscere alle agenzie di *rating*, per come configurate al giorno d'oggi, l'esercizio di una funzione costituzionalmente protetta appare infatti piuttosto eccessivo. Può dirsi incidentalmente, inoltre, come ciò che risulta assente in una simile impostazione giurisprudenziale, sembri essere proprio la valutazione in ordine al valore normativo ormai riconosciuto alle valutazioni delle agenzie di *rating*. Nondimeno, un simile orientamento non stupisce se si guarda, in particolare, alla normativa europea in materia di agenzie di *rating* e all'approccio *soft* intrapreso da quest'ultima per ovviare alle problematiche individuate poc'anzi.

La Direttiva 2003/125/CE – recante modalità di esecuzione alla Direttiva 2003/6/CE in tema di presentazione delle raccomandazioni di investimento e comunicazione al pubblico di conflitti di interesse — dopo aver definito i giudizi delle agenzie di *rating* dei meri “pareri”⁷⁹, rimette alle

⁷⁶ Sul punto, v. ad esempio, *County of Orange v. McGraw-Hill Co.* (CA, SAD, 1999); *Commercial Financial Services v. Arthur Andersen* (OK, CIV.APP., 2004); *Quinn v. McGraw-Hill* (VII Circ., 1999); *American Savings Bank, FSB v. UBSS PaineWebber* (SD, NY, 2002), dove l'applicabilità della *free speech clause* viene, in qualche modo, esclusa.

⁷⁷ Cfr. Tribunale penale di Trani, sent. n. 837/2017.

⁷⁸ *Ibidem*.

⁷⁹ Dello stesso tenore il Regolamento l'art. 1, lett. a) del Regolamento CE n. 1060/2009

procedure interne di queste la garanzia della correttezza di tali valutazioni e la comunicazione di eventuali conflitti d'interesse⁸⁰. Sullo stesso crinale si era mossa, già, la IOSCO, dapprima nel 2003, con la pubblicazione dei *Principles Regarding the Activities of Credit Rating Agencies*, poi con quella del *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies* (cd. Codice IOSCO). Con esso si tenta di impartire maggiore trasparenza ai processi di valutazione delle agenzie – ad esempio, prevedendo l'obbligo di motivazione, l'indicazione del metodo e delle informazioni utilizzate ai fini della valutazione – alle quali si richiede, peraltro, di adottare una serie di accorgimenti che ne possano garantire l'indipendenza e l'immunità da potenziali conflitti d'interesse⁸¹.

Tali previsioni hanno trovato eco sia in ambito statunitense, da ultimo con il *Dodd-Frank Act* del 2010⁸², che europeo, con il già citato Regolamento UE n. 1060/2009. Quest'ultimo, insieme al Regolamento UE n. 462/2013, appare teso a incentivare l'ingresso di nuovi *competitors* nel mercato del *rating*, ridurre l'eccessivo o automatico affidamento ai *rating*⁸³ e stabilire per le agenzie di *rating* una serie di accorgimenti organizzativi atti a garantirne l'indipendenza e la prevenzione dei conflitti di interesse⁸⁴. Esso pone, inoltre, degli obblighi procedurali per il rilascio dei *rating* e delle valutazioni prospettiche (cd. *credit watch* e *credit outlook*) riguardanti i titoli sovrani, fra cui vi è quello di comunicare preventivamente il calendario di emissione di tali valutazioni⁸⁵, che, però, potrà essere disatteso

⁸⁰ Cfr. Considerando n. 10 della Direttiva in esame.

⁸¹ Per un esame dettagliato, si rinvia a G. Ferri, P. Lacitignola, *Le agenzie di rating*, cit., pp. 180 ss. Sul punto va tenuto presente che molte disposizioni del Codice IOSCO sono state riprese, poi, dai regolamenti europei che disciplinano le agenzie di *rating*.

⁸² Con esso, in particolare, il Congresso statunitense ha voluto rafforzare i profili di responsabilità delle agenzie di *rating*, riconoscendo la possibilità di considerare le NRSRO responsabili al pari di un esperto assunto dall'emittente; possibilità, prima preclusa, in forza della *SEC Rule 436(g)*, abrogata, appunto, dal *Dodd-Frank Act*. Ad ogni modo, A.M. Rivlin, J.B. Soroushian, *Credit Rating Agency Reform Is Incomplete*, Brookings Institution, Washington, 6 marzo 2017, hanno evidenziato come numerose previsioni della riforma siano rimaste del tutto inattuato.

⁸³ Nella stessa direzione si è mossa, da ultimo, la Direttiva 2013/14/UE.

⁸⁴ In linea con quanto previsto dal nuovo accordo Basilea III.

⁸⁵ Secondo, G. Grasso, *Agenzie di rating e impatto sulle sovranità*, cit., p. 281, tale previsione dovrebbe impedire alle agenzie di *rating* di «dare “la pagella” agli Stati soprattutto nell'imminenza e/o prossimità di un'elezione politica oppure nel frangente in cui uno Stato stia affrontando una delicata situazione di politica interna». Come evidenziato nel testo, tuttavia, i labili criteri previsti per lo scostamento dal calendario prestabilito sembrano neutralizzare tale previsione.

laddove l'agenzia ritenga di aggiornare le proprie posizioni e fornisca una spiegazione dettagliata dei motivi di tale scostamento⁸⁶.

Gli interventi sommariamente richiamati si distinguono, dunque, per tendere a disciplinare gli aspetti organizzativi e procedurali delle agenzie, in qualche modo, confidando nell'autoregolamentazione e nell'aumento della concorrenza⁸⁷ per ovviare alle significative problematiche ricollegate all'attività delle stesse. Nonostante le timide aperture del Regolamento UE n. 462/2013 in tema di eccessivo/esclusivo affidamento ai *rating*, tuttavia, anche in questo caso ciò che sembra sfuggire all'approccio adottato dalla disciplina europea di settore è un'attenta riflessione in ordine alle implicazioni derivanti dal riconoscimento di un valore normativo alle valutazioni delle agenzie di *rating* e al loro impatto sul mercato.

5. *L'assimilazionismo di una Costituzione parallela e l'urgenza di porvi rimedio*

Fra i vari profili di interesse costituzionale che sembrano emergere dall'analisi delle agenzie di *rating*, un'attenzione particolare si deve prestare alla capacità di quest'ultime di influenzare tutti gli aspetti della vita dello Stato, fino ad arrivare a incidere sul concetto stesso di sovranità.

Si è visto come il momento elettorale risulti, ormai, avvezzato alla premura della reazione dei mercati e risenta di questa anche a livello istituzionale. Tuttavia, nonostante ne rappresenti l'espressione più diretta, non appare questa la circostanza ove scorgere i maggiori riflessi dell'influenza esercitata dalle agenzie di *rating*. Essa sembra doversi ricercare più a fondo, guardando ai canoni sulla base dei quali le agenzie muovono le proprie valutazioni. Sono questi, infatti, a rivelare la portata ideologia contenuta nei *rating*, che ne denunciano la politicità⁸⁸ e, di conseguenza, l'impossi-

⁸⁶ Come previsto dal Regolamento UE n. 1095/2010, il compito di supervisionare il rispetto della normativa europea in materia di agenzia di *rating* risulta affidato all'ESMA. Per una disamina della normativa europea relativa alle agenzie di *rating*, v. G. Sirianni, *Il rating sovrano*, in *Costituzionalismo.it*, 2/2012, *passim*.

⁸⁷ In quest'ottica può leggersi la creazione della "Piattaforma europea di *rating*" prevista dall'art. 11*bis* del Regolamento UE n. 462/2013, il quale prevede la pubblicazione e l'aggiornamento, da parte dell'ESMA, di tutti i *rating* delle agenzie operanti nel territorio UE su un sito internet, al fine di migliorarne la comparabilità.

⁸⁸ Su tale aspetto, M. Infantino, *Global Indicators*, in S. Cassese (a cura di), *Global Administrative Law*, Edward Elgar Publishing, Cheltenham, p. 362, evidenzia come coloro che stabiliscono i cd. indicatori globali – tra cui possono certamente annoverarsi le agenzie

bilità per gli stessi di essere ricondotti nell'alveo della scientificità e della tecnica⁸⁹.

In questa prospettiva più ampia, le agenzie di *rating* risultano distinguersi per l'agire come centri di profusione delle, sempre più ricorrenti, politiche neoliberiste e per il fungere da veri e propri strumenti di raccordo delle legislazioni nazionali verso quel modello di *austerity state* che tanta serenità sembra donare agli investitori⁹⁰. Strumenti di raccordo, dunque, ma non solo. Esse, infatti, laddove si manifesti anche solo l'intenzione di rivedere determinate politiche di stampo neoliberista, non esitano a ricorrere alla minaccia del *downgrade* o alla messa in osservazione dello Stato interessato, al fine di dissuadere lo stesso attraverso la pressione dei mercati. In questo senso le agenzie di *rating* sembrano configurarsi, altresì, come strumenti di controllo di quel raccordo, il cui operare richiama alla mente il Panopticon di Jeremy Bentham, nel quale un singolo guardiano è posto nella condizione di sorvegliare tutti i detenuti senza permettere loro di capire se siano controllati o meno in quel preciso momento, influenzando, pertanto, sul loro comportamento.

Quanto descritto influisce direttamente sull'assetto costituzionale dello Stato, in quanto contrappone – sotto il feticcio delle *best practice* – un portato assiologico parallelo – se non speculare – a quello iscritto in Costituzione, con inevitabili ripercussioni sulle politiche legislative dello Stato stesso. Divengono, dunque, altri i valori-guida agli occhi del legislatore: non la Costituzione e il progetto di trasformazione sociale ivi suggellato, bensì la rincorsa al favore dei mercati, da conquistare attraverso l'ossequiosa conformazione ai dettami della *lex mercatoria*.

di *rating* – riescano a validare concetti e visioni politiche che altrimenti sarebbero discusse e rese oggetto di confronto politico, bypassando le ordinarie procedure di legittimazione generalmente previste.

⁸⁹ Dello stesso avviso è stato lo stesso Parlamento europeo, quando il 29 gennaio 2004, con apposita risoluzione (2003/2081(INI)), ha posto in evidenza come i *rating* sottendano valutazioni di natura politica e non tecnica; circostanza, questa, non indifferente alla luce del fatto che, le agenzie di *rating*, nel corso dei decenni, siano assunte a essere «i principali poteri dei mercati finanziari a livello mondiale». Che poi anche il dominio della tecnica possa avere conseguenze catastrofiche per lo stesso statuto teorico del costituzionalismo moderno è stato sottolineato da, G. Azzariti, *Diritto e conflitti. Lezioni di diritto costituzionale*, Laterza, Roma-Bari, 2010, pp. 198 ss.

⁹⁰ Sulla profonda portata ideologica delle politiche di austerità e sui loro riflessi, specialmente sul *welfare*, v. almeno E. Lichten, *Class, Power and Austerity*, Praeger, Santa Barbara, 1986. Per un'analisi delle politiche di austerità dal punto vista economico, v. L. Fantacci, A. Papetti, *Il debito dell'Europa con se stessa. Analisi e riforma della governance europea di fronte alla crisi*, in *Costituzionalismo.it*, n. 2/2013, *passim*.

È comprensibile la tentazione di giustificare un simile andamento in ragione della libera volontà del mercato, affermando, cioè, che non si possano costringere gli investitori e i mercati a non seguire le agenzie di *rating*. Epperò si è visto come l'enorme influenza di queste ultime non derivi da una qualche mistica preveggenza, bensì tragga forza da quell'effetto normativo che le regolamentazioni ricollegano ai loro giudizi. In altre parole, se il mercato sa che un certo *downgrade* preclude, *per legge*, l'accesso a determinati capitali – ovvero lo rende maggiormente gravoso – esso stesso reagirà in vista di quello specifico effetto normativo, a prescindere da qualsivoglia altra valutazione e grado di attendibilità del giudizio.

Sembra, dunque, riscontrarsi in questa circostanza il profilo costituzionale di maggiore rilievo in tema agenzie di *rating*, e cioè nel riconoscimento di un valore normativo alle determinazioni di un soggetto privato⁹¹, il quale viene ad assumere, per ciò stesso, una sorta di super potere pubblico⁹², capace di plasmare il sistema economico e finanziario nel suo complesso⁹³. Che poi tale capacità si riveli, in qualche modo, idonea a inficiare l'assetto istituzionale, le politiche legislative e le scelte di bilancio dello Stato, appare del tutto consequenziale, in quanto si ricollega al fatto che quest'ultimo, per reperire le risorse finanziarie indispensabili al suo funzionamento, sia condizionato dal libero apprezzamento di un terzo soggetto, di cui deve incontrare, *rebus sic stantibus*, necessariamente il favore.

⁹¹ Non a caso, sul punto, L. Pianesi, *Le agenzie di rating tra privatizzazione di funzioni pubbliche e opinioni "geneticamente modificate"*, in *Riv. Trim. di Dir. Pubbl.*, n. 1/2011, p. 201, parla del riconoscimento regolamentare dei *rating* in termini di «privatizzazione di una funzione pubblica».

⁹² D'altronde C. Pinelli, *Pubblico e privato di fronte al potere della finanza globale*, in *Riv. It. per le Sc. Giur.*, n. 7/2016, pp. 403 ss., ha evidenziato come «la sorte della dicotomia fra pubblico e privato all'epoca della globalizzazione ... [muova] dalla constatazione di crescenti e poliforme interazioni fra pubblici poteri nazionali e sovranazionali, imprese e banche transnazionali, organizzazioni internazionali e tecnostutture globali e regionali, che hanno dato vita ad organismi, discipline, atti e procedimenti dalla natura giuridica ibrida, in parte pubblica e in parte privata». Aspetto, questo, che richiama alla mente quell'idea di "antisovrano", avanzata da M. Luciani, *L'antisovrano e la crisi delle costituzioni*, in *Rivista di diritto costituzionale*, n. 1/1996, pp. 163 ss.

⁹³ In questo senso, G. Sirianni, *Il rating sovrano*, cit., p. 16, rileva, inoltre, come le agenzie di *rating* «non si limitano a fotografare la realtà, ma la conformano, diffondendo giudizi, sotto forma di *outlook* e di *rating*, che, benché abbiano una rilevante incidenza sulla possibilità degli stati, sviluppati e non, di accedere ai mercati, sul costo del debito sovrano, ed in ultima analisi su un valore comune, quale quello della stabilità finanziaria, sono tuttavia formulati attraverso processi e metodologie che restano largamente opachi e di incerta qualità».

Per uscire da un simile *impasse* l'eliminazione del rinvio della normativa ai *rating* appare imprescindibile. Nondimeno, per quanto paradossale possa sembrare, occorre sempre tenere presente la necessità di mantenere un sistema di valutazione del credito che possa fungere da parametro di riferimento⁹⁴ per la normativa di un settore che appare troppo delicato per essere rimesso a sistemi di mera autovalutazione⁹⁵.

In tal senso, sembra possibile prospettare due alternative. La prima consiste nella sostituzione del rinvio ai *rating* con altre metodologie di valutazione del rischio; le quali, però, al pari dei *rating* non sembrano ovviare al pericolo di far passare una valutazione politica per un'analisi tecnico-scientifica, a meno che non vengano poste in essere da un soggetto pubblico e/o sulla base di criteri predefiniti per legge, che quella valutazione politica rendano manifesta. Viepiù, il ricorso a metodologie alternative sembra scontare due limiti ulteriori. Da una parte, infatti, appare dubbio che esse – qualora vi fossero⁹⁶ – possano distinguersi per garantire un maggiore grado di efficienza o comunque, in senso più ampio, un migliore rendimento rispetto all'attuale sistema di valutazione del rischio basato sui *rating*⁹⁷; dall'altra, e in maniera consequenziale, sembra difficile che gli investitori istituzionali e le banche centrali, anche alla luce di tali limiti, abbiano un qualche incentivo ad abbandonare l'attuale sistema di valutazione in favore di altri. Al riguardo – e solo per citare alcuni degli strumenti finora individuati come possibi-

⁹⁴ Tale necessità è stata ribadita anche dalla stessa BCE, con il parere del 2 aprile 2012, nel quale si afferma che le agenzie di *rating* «svolgono un ruolo importante e i relativi *rating* possono essere utilizzati in modo appropriato dalle imprese nell'ambito delle loro procedure di valutazione del credito interne». E prosegue «i riferimenti ai *rating* dovrebbero essere eliminati o sostituiti soltanto quando siano individuate o possano essere attuate in modo sicuro alternative credibili»; sul punto v. *infra*.

⁹⁵ La semplice eliminazione del rinvio ai *rating*, infatti, laddove non sostituita con altri parametri di valutazione, potrebbe leggersi come mera deregolamentazione e liberalizzazione dei mercati. In altre parole, non sarebbe il principio a essere sbagliato, ma il mezzo.

⁹⁶ Sul punto, C. Pinelli, *Le agenzie di rating nei mercati finanziari globalizzati*, cit. p. 251, nota, infatti, come la stessa BCE abbia subordinato la «limitazione del ricorso legale al *rating* all'individuazione di soluzioni alternative che ancora non sarebbero state trovate», circostanza, questa, che lascia aperto l'interrogativo circa l'opportunità di perseguire modalità alternative ovvero mantenere il sistema dei *rating* intervenendo sulle criticità che lo contraddistinguono.

⁹⁷ In tal senso, ma per una riforma dell'attuale sistema dei *rating*, J.C. Coffee, *Gatekeeper Failure and Reform*, cit., *passim*; *contra* M.J. Flannery, J.F. Houston, F. Partnoy, *Credit Default Swap Spreads as Viable Substitutes for Credit Ratings*, in *Univ. of Penn. Law Review*, n. 158/2010, pp. 2085 ss.

li alternative ai *rating* – può rilevarsi come tanto i valori dei prezzi dei *credit default swaps*, quanto le *expected probability of default*, le medie progressive dei prezzi calcolate a determinati intervalli di tempo⁹⁸, ovvero gli *special data dissemination standard* elaborati dal FMI, non siano apparsi in grado di scalfire il ruolo delle agenzie di *rating* quali «standard setting bodies»⁹⁹.

Proprio in tale prospettiva, la seconda alternativa si configurerebbe come una sorta di sintesi tra la prima e l'attuale sistema di valutazione basato sui *rating*. Essa consisterebbe nell'istituzione di una agenzia di *rating* europea, inserita nell'ambito dell'Unione e riconosciuta come principale parametro di riferimento tanto dalla BCE, quanto dagli altri investitori istituzionali operanti nel territorio europeo¹⁰⁰.

Il Regolamento UE n. 462/2013 si era mosso in tale direzione, quando, con l'art. 39 *ter*, par. 2, attribuiva alla Commissione il compito di presentare «al Parlamento europeo e al Consiglio, entro il 31 dicembre 2014, una relazione in merito all'opportunità di sviluppare una valutazione europea del merito creditizio per il debito sovrano». Lo stesso paragrafo aveva, poi, incaricato la Commissione di presentare, tenendo conto delle conclusioni di quest'ultima e della situazione del mercato, «al Parlamento europeo e al Consiglio, entro il 31 dicembre 2016, una relazione sull'opportunità e la

⁹⁸ Su tali strumenti quali possibili alternative ai *rating* v. F. Vella, *Il rating: alla ricerca di una «terza via»*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, n. 2/2012, pp. 331 ss.

⁹⁹ Cfr. D. Kerwer, *Standardising as Governance: the Case of Credit Rating Agencies*, in A. Heritier (a cura di), *Common Goods: Reinventing European and International Governance*, Rowan & Littlefield, Boston, 2002, pp. 293 ss. Sul punto M. De Bellis, *Gli standards globali per I servizi finanziari: concorrenza e reciproco rafforzamento tra diversi modelli di amministrazione globale*, in *Riv. Trim. di Dir. Pubbl.*, 2/2006, pp. 155 ss., rileva come le agenzie di *rating* possano ricondursi a quel tipo particolare di «amministrazione globale» che, pur essendo composte da soggetti privati, stabiliscono «regole e *guidelines*» cui gli «organismi pubblici danno, successivamente, efficacia vincolante», attribuendo loro una precettività tale da farle rientrare nel concetto di «*private global governance*».

¹⁰⁰ L'opportunità di istituire un'agenzia di *rating* europea, ovvero di affidare funzioni analoghe alla stessa BCE, è stata sottolineata anche da G. Grasso, *Rating dei debiti sovrani e diritto costituzionale*, cit., pp. 110-111, il quale tuttavia, diversamente da quanto si sosterrà *infra*, vi pone la condizione «che non sia nemmeno questa agenzia pubblica di *rating* a debordare sul versante della politica». Ad ogni modo, la necessità di istituire una agenzia del *rating* «pubblica» è stata manifestata da più parti (cfr., almeno, M. Gudzowski, *Mortgage Credit Ratings and the Financial Crisis: The Need for a State-Run Mortgage Secured Credit Rating Agency*, in *Columbia Business Law Review*, n. 1/2010, pp. 118 ss.; M. Orhan, R. Alpay, *Towards More Objective Credit Rating*, in SSRN, 15 agosto 2011, *passim*) e contestata da altrettante (v., per tutti, J.C. Coffee, *Ratings Reform: The Good, the Bad, and the Ugly*, cit., pp. 275 ss., nonché F. Vella, *Il rating: alla ricerca di una «terza via»*, cit., p. 328).

fattibilità di istituire un'agenzia di rating del credito europea preposta alla valutazione del merito creditizio del debito sovrano degli Stati membri e/o una fondazione europea di rating del credito per tutti gli altri rating del credito». Con la relazione del 19 ottobre 2016, la Commissione, però, liquiderà l'iniziativa affermando che «l'introduzione di tale valutazione europea del merito di credito apporterebbe un esiguo valore aggiunto alle informazioni già esistenti fornite dalle varie fonti del regime di sorveglianza fiscale e macroeconomica»; facendo, in qualche modo, intendere – e al contrario di quanto si è visto – che la tematica delle agenzie di *rating* afferisca al mero valore informativo che riguarda le stesse¹⁰¹.

Ad ogni modo, se si volesse considerare in maniera più opportuna una simile iniziativa, l'obiezione principale che si profilerebbe in merito a tale soluzione è quella relativa alle problematiche che potrebbero derivare dall'attribuzione di un potere così delicato a un soggetto europeo, che dovrà essere necessariamente indipendente. Nondimeno, sembrano potersi individuare almeno tre argomenti da muovere in risposta a una simile preoccupazione. Il primo riguarda la mera considerazione della situazione attuale, che vede una BCE guardare ai *rating* emessi da quattro agenzie private, di cui tre statunitensi e una canadese, per decidere quali Paesi e quali imprese europee debbano fruire di sostegno finanziario. Il secondo concerne l'inopportunità di sostituire il rinvio ai *rating* con forme di valutazione che si limitino ad attribuire agli stessi investitori istituzionali – ossia, i soggetti che devono essere regolamentati – la possibilità di determinare autonomamente cosa sia speculativo e cosa no; ciò pare, infatti, aprire la strada a comportamenti tanto opportunistici quanto speculativi, che verrebbero posti in essere nella considerazione che, in caso di perdite significative, si possa trovare conforto sotto l'ombrello della finanza pubblica (in questo senso, l'attuale crisi economico-finanziaria risulta emblematica).

Il terzo argomento, quello che sembra essere il più significativo, poggia sull'idea di riconoscere, attraverso l'istituzione di una agenzia di *rating* europea, il pieno valore politico dei *rating*, mediante, cioè, la predeterminazione dei criteri e delle metodologie da applicare ai fini della valutazione. Il pieno valore politico dei *rating*, allora, potrà prendere le mosse non

¹⁰¹ Che poi le agenzie di *rating* abbiano ancora un valore informativo è questione del tutto discussa; cfr. F. Partnoy, *The Paradox of Credit Ratings*, cit., pp. 65 ss., A. Castaldo, L. Palla, *L'informazione nei mercati finanziari: il ruolo delle agenzie di rating*, Giappichelli, Torino, 2016, *passim*, nonché da S.L. Schwarcz, *Private Ordering of Public Markets. The Rating Agency Paradox*, in *University of Illinois Law Review*, n. 14 (1)/2002, pp. 1 ss.

dalle categorie e dagli idealtipi di società lontane dal contesto europeo, bensì dalla rivivificazione e promozione di un progetto di trasformazione sociale¹⁰² che oggi appare profondamente in crisi. Rivivificazione e promozione che, ad esempio, potrebbero farsi passare per l'interlocuzione tra Parlamento europeo, agenzia di *rating* europea e BCE, laddove al primo, in quanto unico organo democraticamente legittimato fra le istituzioni europee, si potrebbe affidare l'accennata predeterminazione di quei criteri di valutazione – magari definiti mediante risoluzione – cui l'agenzia di *rating* europea dovrebbe conformarsi e a cui, di riflesso, la BCE e gli altri intermediari dovrebbero guardare nell'effettuare le proprie attività di credito e di investimento.

Non sembra che alcun *deficit* informativo possa derivare da tale soluzione, né tantomeno che quest'ultima possa neutralizzare la funzione delle agenzie di *rating* per come la conosciamo oggi. Essa, semmai, la inverte e rende manifesta. In concreto, infatti, si tratta di far guardare BCE e investitori istituzionali, anziché alle valutazioni di chi, ad esempio, vede in maniera positiva la mercificazione del lavoro¹⁰³ e la dismissione del *welfare*, le valutazioni di un istituzione pubblica che possa favorire o rendere meno gravoso – *ex lege* – l'afflusso di capitali verso quei soggetti che riconoscono la dignità del lavoro e della persona in tutte le sue dimensioni.

Si tratta, in fondo, di anteporre una visione del mondo a un'altra. Ma se i fallimenti di quella attuale sono sotto gli occhi di tutti, allora, la sperimentazione dell'altra sembra divenire un obbligo, piuttosto che un semplice capriccio ideologico.

The Constitution, rating activity and sovereignty in global legal space

The Eurozone crisis has provided the EU with the occasion for experiencing the great impact credit rating agencies may have on States and the economy as a whole. Nevertheless, the ability of these agencies to influence governments and public policy seems to stem more from the effects that financial regulations attribute to ratings rather than the credibility or reliability of the agencies themselves. In this light, the essay analyses whether it is oppor-

¹⁰² Con riferimento alla Costituzione italiana v. G. Azzariti, *Forme e soggetti della democrazia pluralista. Considerazioni su continuità e trasformazioni dello Stato costituzionale*, Giappichelli, Torino, 2000, pp. 161 ss.; ma anche, con specifico riguardo al concetto di solidarietà, G. Bascherini, *La solidarietà politica nell'esperienza costituzionale repubblicana*, in *Costituzionalismo.it*, n. 1/2016, parte I, pp. 125 ss.

¹⁰³ Sulla quale, v., almeno, G. Azzariti, *Contro il revisionismo costituzionale. Tornare ai fondamentali*, Laterza, Roma-Bari, pp. 89 ss.

tune to establish a European credit rating agency as a tool to reaffirm the values of modern constitutionalism.

Keywords: Constitutionalism, Credit rating agencies, budgetary policy, EMU, standards.

Andrea Vernata, La Sapienza Università di Roma, Facoltà di Giurisprudenza, Piazzale Aldo Moro 5, 00185 Roma, andrea.vernata@uniroma1.it