

## Le agenzie di *rating*\*

SOMMARIO: 1. I *Gatekeeper*. – 2. Ma cosa è il *rating*? – 3. Le basi della valutazione. – 4. Il *rating* nella regolamentazione. – 5. La disciplina delle società di *rating* nell'Unione europea. – 6. La risposta del Regolamento ai punti critici. – 7. Le discipline particolari. – 8. La responsabilità civile delle agenzie di *rating*. – Qualche riflessione conclusiva.

### 1. I *Gatekeeper*.

Nella letteratura di lingua inglese le agenzie di *rating* sono generalmente considerate dei *gatekeeper* e questa qualifica viene loro attribuita addirittura dal *Dodd Frank act*. Non c'è bisogno di conoscere bene l'inglese per capire che la parola è da tradurre in “guardiano dei cancelli”; ma di quali cancelli si tratta e qual è la funzione del guardiano?

Se le informazioni da me raccolte sono esatte, la parola è stata usata per la prima volta con riferimento ai giornalisti per sottolineare la loro funzione di “filtro”: il giornalista raccoglie tutti i dati possibili sull'evento da raccontare e fa filtrare solo quelli che ritiene opportuno trasmettere al lettore. In questa accezione ampia siamo tutti *gatekeeper*; anche io, che ho raccolto sul tema una mole ingente di scritti e documenti, ho selezionato e ...farò passare il cancello a quelli di cui parlarvi, sono un *gatekeeper*.

Nel mercato finanziario la serie dei filtri tra l'emittente titoli e l'investitore è particolarmente ricca: il servizio interno di audit, i sindaci, gli amministratori, le società di revisione... e, infine, le agenzie di *rating*.

\*Testo della relazione letta nel Convegno senese del 9 e 10 maggio 2013 in memoria di Franco Belli, aggiornato tenendo conto del Regolamento (UE) n. 462/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 21 maggio 2013, che modifica il Regolamento (CE) n. 1060/2009 relativo alle agenzie di *rating* del credito.

In effetti, oggi, come è stato sottolineato, il mercato finanziario più che essere ispirato ai principi della trasparenza appare fondato su una catena di fiducie: ognuno dei *gatekeeper* della catena deve aver fiducia nella esattezza delle indicazioni che riceve dall'altro. Certo, stiamo ora semplificando, perché le posizioni dei vari soggetti cui pensiamo non sono tutte uguali e forse più che con l'immagine della catena si descrive meglio la complessità della situazione con l'immagine della rete: è vero che ognuno dei *gatekeeper* deve avere fiducia in un altro, ma, in genere, ognuno di essi ha qualche potere per controllare se le informazioni che riceve sono adeguate e corrette. In questo senso i *gatekeeper* sono insieme "filtro e controllo".

## 2. Ma cosa è il *rating*?

Sintetizzando le definizioni del Regolamento CE n. 1060/2009, (3.1, a ed h) possiamo dire che il *rating* di credito è la valutazione del rischio di credito di uno strumento finanziario o del suo emittente, espressa in un simbolo alfanumerico.

È proprio la sua espressione simbolica che ha assicurato il successo del *rating*: è un dato semplice, che favorisce un rapido confronto senza una particolare applicazione intellettuale, supera ogni gap linguistico e si immette facilmente in un sistema informatico.

Il fascino dei simboli è tale che (rilevava la Hill nelle relazione al Convegno di Salerno sul tema), se i gravi errori delle valutazioni fatti dalle agenzie di *rating* (ENRON, Parmalat, Finanza strutturata...) inducono a qualche ripensamento dei regolatori (v. *infra*), non hanno intaccato la fiducia dei risparmiatori.

In realtà, l'affermazione non è pienamente condivisibile ed anche la fiducia dei risparmiatori tende ad attenuarsi, se si considera che, secondo le indagini di finanza comportamentale, il piccolo risparmiatore per scegliere gli investimenti da effettuare, generalmente, chiede consiglio alla banca di sua fiducia, che, a sua volta, sarà influenzata dai regolatori.

## 3. Le basi della valutazione.

Su quali dati il giudizio viene elaborato?

Bisogna operare una tripartizione: (1) il *rating* richiesto dall'investitore, (2) il *rating* non sollecitato. In queste due ipotesi la funzione della società di *rating* si limita a sintetizzare nell'appropriata categoria di cre-

dito lo strumento finanziario o l'ente valutato sulla base di informazioni pubbliche.

Diversa la posizione della società di *rating* nel terzo caso, che è del resto l'ipotesi più diffusa: (3) il *rating* richiesto dall'emittente. In questo caso, infatti, l'ente che sollecita il giudizio fornirà i dati che riterrà opportuni, integrando, eventualmente, quelli pubblici.

In questo caso si pone il problema dei poteri di controllo della società di *rating* sui dati forniti. Questo problema è stato affrontato dalla sentenza del Tribunale di Milano 1 luglio 2011 nel caso PARMALAT: avendo accertato che la società di *rating* aveva chiesto alla PARMALAT informazioni supplementari e che, nonostante la mancata risposta della società, l'agenzia di *rating* aveva emesso un giudizio positivo sul titolo valutato, il Tribunale ha affermato che "l'elaborazione dell'opinione sul merito creditizio (è consentita) solo in presenza di informazioni sufficienti".

Viene così estesa alle società di *rating* una regola prevista dal d.lgs. 39 del 2010 per le società di revisione, che, in mancanza di sufficienti informazioni devono dichiarare di essere nell'"impossibilità di esprimere un giudizio" sul bilancio sottoposto al loro esame. Mi sembra una soluzione corretta, data l'evidente affinità tra questi due *gatekeeper*.

#### 4. Il *rating* nella regolamentazione.

La prassi del *rating* di credito rimonta ai primi del '900, quando negli Stati Uniti si costituiscono le grandi agenzie americane che tuttora hanno quasi il monopolio di questa attività (e *Moody's Investors service*: 1909, *Standard & Poors*: 1916; e *Fitch*: 1924). Si tratta di un'attività di diritto privato, spesso sollecitata dagli investitori.

È del 1975 l'intervento della SEC che, da un lato, prevede la registrazione pubblica delle agenzie e, dall'altro, incoraggia gli investitori istituzionali ad acquistare i titoli che ricevono un giudizio positivo dalle agenzie registrate. Scelta, quest'ultima, che è stata interpretata come una esternalizzazione di una funzione pubblica.

Il susseguirsi di una serie di scandali (a cominciare da ENRON del 2001) che coinvolgono le agenzie di *rating* induce la dottrina americana a denunciare la negligenza e la scarsa competenza delle agenzie di *rating* e ad invocare una più precisa e stringente regolamentazione.

È così che nel 2006 il *Credit Rating Agency Reform act* impone alla SEC di autorizzare soltanto le agenzie che presentino requisiti fissati dalla legge (metodologie, organizzazione ecc.) concedendole poteri di controllo e di sanzione.

Nello stesso anno il comitato di Basilea (BASILEA 2) valorizza i giudizi delle agenzie di *rating* e nella determinazione del rischio di credito per la determinazione dei requisiti patrimoniali minimi (primo pilastro) delle banche ad operatività internazionale prevede, come metodo standardizzato, il riferimento alla valutazione esterna dei crediti; il “metodo basato sui rating interni” deve essere autorizzato dall’autorità nazionale. Le Dir. 2006/48 e 49 (CE) estendono questa (e tutte le regole di Basilea) a tutte le banche e gli investitori istituzionali dell’Unione.

Ma la storia non finisce qui. L’aggravarsi della crisi finanziaria viene imputato, tra l’altro, alle erronee valutazioni dei CDO (*collateral debt obligation*: “strumenti di debito emessi a valere su un portafoglio di attività eterogenee fra loro: obbligazioni, strumenti di debito, titoli in generale”): strumenti finanziari particolarmente oscuri.

A questo punto la dottrina americana (segua le periodizzazioni della citata relazione della Hill) mette in evidenza gli stretti legami tra valutatori ed entità valutate che determinano evidenti conflitti di interessi e, d’altra parte, si sottolinea che il sistema di pagamento delle valutazioni da parte degli emittenti (*issuer pays*) favorisce, in ogni caso, le collusioni.

La reazione dell’amministrazione Obama non si fa attendere e il 5 gennaio del 2010 il Congresso degli Stati Uniti approva il lungo *Dodd Frank act*, che elimina ogni riferimento al *rating* nelle disposizioni di legge (sec. 939) ed invita le autorità di settore ad adottare propri standard di valutazione, in sostituzione di quelli delle agenzie (sec. 939A). Inoltre l’Amministrazione degli Stati Uniti ha convenuto in giudizio la *Standard and Poors* ed altre minori agenzie per le valutazioni, ritenute fraudolente, tra l’altro, proprio con riferimento ai CDO.

Si può dire che in quell’ordinamento la parabola iniziata nel 1975 si è oggi conclusa.

Anche il Comitato di Basilea si preoccupa dell’eccessivo peso che il *rating* ha assunto nella regolamentazione ed in sede di redazione del nuovo testo (2010) “ha valutato una serie di misure volte a ridurre il ricorso ai rating esterni previsto dallo schema Basilea 2” (così un considerando di Basilea 3); tuttavia, si è mosso con molta timidezza, limitandosi a prevedere che “*Le banche dovrebbero valutare le esposizioni... e determinare se le ponderazioni applicate a tali esposizioni, in base al metodo standardizzato, sono adeguate in relazione al loro rischio intrinseco. Ove una banca determini che il rischio intrinseco di un’esposizione, in particolare se sprovvista di rating, sia significativamente più elevato rispetto a quello implicito nella ponderazione di rischio assegnata, la banca dovrebbe considerare il maggior livello di rischio di credito nella valutazione della propria adeguatezza patrimoniale complessiva*”.

Si ipotizza, così, che il *rating* delle agenzie di credito sia eccessivamente elevato. In questo caso la banca, sulla base del suo *rating* interno dovrebbe procedere ad una rettifica: si può dubitare dell'efficacia di questa prescrizione.

In questa prospettiva si muove, infine, l'Unione europea che per evitare un *“Eccessivo affidamento ai rating del credito da parte delle istituzioni finanziarie”*, nell'ultima modifica al regolamento sulle società di rating stabilisce che le banche e in genere le istituzioni finanziarie: (elencate nel art. 4.1, primo comma), *“effettuano la loro valutazione del rischio di credito e non si affidano esclusivamente o meccanicamente ai rating del credito per la valutazione del merito di credito di un'entità o di uno strumento finanziario.”* (articolo 5 bis) e una norma analoga impone cautela alle autorità comunitarie nell'utilizzo dei *rating* (art. 5 ter e quater).

## 5. La disciplina delle società di *rating* nell'Unione europea.

### a) La registrazione.

Con il citato regolamento n. 1060 del 2009 l'Unione ha creato un Registro europeo per le società di *rating* e dettata una loro disciplina. Il regolamento è stato modificato già con il regolamento 513/2011 che ha attribuito la gestione del registro ed i poteri di controllo alla nuova Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati e, infine, con il citato Reg. 462/ 2013, che ha tenuto conto ampiamente del dibattito che l'attività delle agenzie aveva suscitato.

Possono ottenere la registrazione le “persone giuridiche” che hanno la “sede legale” in uno Stato dell'Unione (artt. 3.1, d e 14.1).

Come noto, nella terminologia comunitaria l'espressione “persona giuridica” ha un significato molto ampio, ma scorrendo l'elenco delle circa trecento persone giuridiche oggi iscritte si rileva che si tratta sempre di società, di tutti i tipi noti nei singoli ordinamenti; in particolare per l'Italia la Moody's Italia è società a responsabilità limitata unipersonale.

Il riferimento alla sola “sede legale” può destare qualche perplessità; è noto, infatti, che nella legislazione comunitaria è andata maturando la necessità di richiedere, come condizione per ottenere la “cittadinanza” nell'Unione la presenza in uno degli Stati membri oltre che della sede statutaria anche dell’“amministrazione centrale” del soggetto. La diversa soluzione per le agenzie di rating può forse spiegarsi, perché il dibattito in merito e gli interventi del legislatore comunitario su questo punto sono stati determinati dalla necessità di evitare il c.d. *shopping* tra gli

ordinamenti, alla ricerca dell'ordinamento più favorevole; tuttavia, non può omettersi di segnalare, da un lato, che le autorità degli Stati membri, anche in questo caso, conservano una certa funzione (artt. 30 e 31) e, quindi, il problema della scelta dell'ordinamento conserva una pur limitata importanza, e, dall'altro e soprattutto, la norma consente che l'amministrazione centrale rimanga fuori dell'Unione e questo *privilegio* potrebbe porre qualche problema all'organismo di controllo nell'esercizio dei suoi poteri (artt. 23-ter, 23-quater e 23-quinquies).

Ulteriore requisito per ottenere la registrazione è l'esclusività dell'oggetto; tuttavia, secondo del resto molti precedenti, ciò non esclude la prestazione di «servizi ausiliari»: tra questi, una particolare attenzione è dedicata dal Regolamento, alle “*prospettiva di rating*” (*rating outlook*): *un parere relativo alla probabile evoluzione del rating del credito nel breve, nel medio termine o in entrambi;*” (art. 3.1;v. art. 8-bis e Allegato I, D, n. 2 f): Gli *outlook*, infatti, sono profezie autoavverantesi particolarmente pericolose, che, quando usate con riferimento ai rating sovrani assumono un significato esplicitamente politico.

b) Gli effetti della registrazione.

Effetto della registrazione è l'utilizzabilità a “fini regolamentari” dei rating emessi dai soggetti registrati (art. 4.1)

Questa previsione, coerente con il precedente degli Stati Uniti, appare in qualche modo obsoleta; se si considera – come ora detto – che la tendenza più recente della regolamentazione è quella di evitare o ridurre l'uso dei giudizi delle società di *rating* ai fini regolamentari: così, il valore giuridico ed economico della registrazione si va riducendo.

Ma va anche sottolineato che l'iscrizione nel Registro non attribuisce un diritto di esclusiva; perciò, anche soggetti non iscritti nel registro possono emettere *rating* di credito. Si pone allora il problema se, in questo caso, si applicano le regole e le cautele imposte dal Regolamento nell'emissione dei *rating* e quale è la disciplina applicabile a questi eventuali agenti.

Per abbozzare un tentativo di risposta a queste domande, partirei dalla constatazione che l'emissione di *rating* sollecitati dall'emittente o dall'investitore costituisca, comunque, attività di “raccomandazione in tema di investimenti” ai sensi dell'art. 5-bis del t.u.f., per cui, almeno nell'ordinamento italiano, è nel testo unico della finanza che va trovata la disciplina appropriata. L'attività di *rating* non sollecitati sarebbe, invece, sottoposta all'incerta disciplina degli analisti finanziari.

## 6. La risposta del Regolamento ai punti critici.

### a) Incompetenza e negligenza.

Come abbiamo detto, i primi gravi errori di valutazione delle agenzie di *rating* furono attribuite dai commentatori americani ad incompetenza dei valutatori, o a loro negligenza.

La risposta del Regolamento a questa problematica appare molto debole. Infatti, tutto è affidato alla stessa agenzia con la formula “garantisce che” (così l’art. 7 1. “*Un’agenzia di rating del credito garantisce che gli analisti di rating... dispongano di conoscenze ed esperienze adeguate ai compiti svolti.*”). L’incongruità di questa soluzione appare evidente, se si confronta con la disciplina comunitaria della revisione legale (Direttiva 2006/43/CE), dove i requisiti richiesti per i valutatori sono fin troppo specificamente individuati (laurea e tirocinio: art. 6 a 12)) e controllati con una specifica abilitazione pubblica.

Una certa attenzione, peraltro, è dedicata alla composizione del consiglio di amministrazione delle agenzie ed ai requisiti di *onorabilità* e *professionalità* dei suoi membri (Allegato I, sez. A, 2).

### b) Conflitto di interessi.

Maggiore attenzione dedica il Regolamento nella sua più recente stesura alle problematiche relative al conflitto di interessi.

Anche in questo caso, l’agenzia deve garantire che “un rating non sia influenzato da alcun conflitto di interesse esistente o potenziale” (art. 6.1, ma v. anche l’Allegato I, sez. B, 1); tuttavia, seguono poi alcune norme più specifiche dirette a prevenire i conflitti di interesse sotto tre profili: (a) la durata del rapporto tra agenzia e soggetto valutato, (b) le partecipazioni e (c) il “modello di remunerazione” (c.d. *isser pays*).

Quanto al primo punto, uno dei considerando del Regolamento (il 12) rileva che spesso le “*agenzie di rating del credito e le entità valutate intrattengono rapporti d'affari duraturi. Ciò comporta un rischio di eccessiva familiarità, posto che l'agenzia di rating del credito può diventare troppo accondiscendente verso gli interessi dell'entità valutata*”; tuttavia, questa preoccupazione non si traduce in una norma di carattere generale, ma in una regola limitata alla sola ipotesi di *rating* sulle cartolarizzazioni (art. 6-ter).

Lo scarto tra il considerando e la norma si spiega perché nella Proposta di regolamento vi era, invece, una (complicata) norma di carattere generale (art. 5-ter).

Per il secondo punto, il regolamento vieta una partecipazione rilevante (5%) in più di una agenzia (art. 6-bis). e vieta alle agenzie di emettere *rating*, se possiede (o i valutatori possiedono) strumenti finanziari

dell'entità valutata. (All. I, sez. B, 3, a): il confronto con la disciplina delle banche e degli intermediari finanziari induce a rilevare la mancanza di ogni obbligo di comunicare le partecipazioni rilevanti all'Autorità europea, obbligo che viene sostituito da un obbligo di trasparenza verso il mercato (Allegato I sez. E, parte II, 1).

Quanto alla problematica connessa al modello di remunerazione, le preoccupazioni espresse nei considerando che “*il modello issuer pays implica un potenziale conflitto di interessi*” nel testo definitivo del Regolamento trovano risposta ancora in un obbligo di trasparenza verso il mercato (Allegato I, sez. E, parte II, 8).

## 7. Le discipline particolari.

Oltre alla disciplina generale, il regolamento detta discipline specifiche per i *rating* sui prodotti strutturati e sui “*rating* sovrani”.

Per i primi, oltre la regola già citata dell'art. 6-ter, il regolamento impone regole di pubblicità molto molto stringenti per ridurre la loro oscurità (art. 8-ter) e impone la regola del doppio *rating* (art. 8 quater); in proposito è interessante notare che in caso di doppio *rating* una delle agenzie incaricate deve avere una quota di mercato inferiore al 10%.

È questa l'unica regola che, sia pure per implicito, cerca di combattere l'oligopolio di fatto delle *Tre grandi*.

Molto più ampia l'attenzione del regolamento ai *rating* sovrani.

Come è noto negli ultimi due anni, la degradazione dei *rating* riferiti agli Stati ha provocato gravi effetti sia sull'economia e la finanza degli Stati stessi, sia su tutte le entità in essi stabilite.

Il Regolamento è, sul punto, piuttosto minuzioso (art. 8-bis e Allegato I, sez. D, 2) regolando le scadenze ed i contenuti di questi *rating*.

## 8. La responsabilità civile delle agenzie di *rating*.

Nel testo originario del Regolamento mancava ogni riferimento al tema della responsabilità civile, per cui si riteneva che, in caso di *rating* erronei produttivi di danni, le regole da applicare fossero quelle dei singoli ordinamenti comunitari competenti.

Il regolamento del 2013 detta una puntuale disciplina con profili sia sostanziali che processuali. Se si confronta la normativa contenuta nel lungo art. 35-bis con quella che sarebbe applicabile nell'ordinamento italiano, si ha l'impressione di una disciplina più favorevole alle agenzie:



questo vale in particolare per i pesanti oneri probatori posti a carico del danneggiato.

Anche su questo punto, del resto, si può notare uno *slittamento* rispetto alla Proposta.

## 9. Qualche riflessione conclusiva.

Un esame del Regolamento mette in luce alcune sue debolezze ed in particolare fa intuire la forza della *lobby* delle agenzie, che si è manifestata in particolare nel passaggio dall'iniziale proposta di modifica del regolamento del 2009 al testo definitivo; tuttavia, il trend verso una minore rilevanza delle agenzie dovrebbe comportare anche una riduzione di questa forza.

Ma, fin dove si spingerà questa tendenza: potremo mai fare a meno delle agenzie di *rating*, con che cosa le sostituiremo?

A me pare che la storia di questi anni porta a pensare che se le agenzie di *rating* scomparissero non vi sarebbe nessun bisogno di sostituirle: ci sono già tanti *cancelli* nel mercato finanziario che... uno in più, uno in meno...

MARIO PORZIO