

Regolamentazione dei *rating* e delle *credit rating agencies*: una voce fuori dal coro

SOMMARIO: 1. Introduzione. – 2. I problemi riscontrati. 3. – Alcuni fatti rilevanti. 4. – Un fallimento di mercato ma anche – e sopra a tutto – un fallimento regolamentare. 5. – Come si è intervenuti per disciplinare i *rating* e le *credit rating agencies*. 6. – Un intervento normativo contraddittorio. 7. – La regolamentazione del fenomeno economico. 8. – I limiti degli interventi normativi. 9. – Quale futuro per la finanza dei *rating*?

1. Introduzione.

Il tema delle agenzie di *rating* e della riforma della disciplina che le riguarda, è assai dibattuto nella dottrina internazionale¹ e più di recente

¹ Per la letteratura straniera, si v., *ex multis*: HILL, *Regulating the Rating Agencies*, in *Washington University Law Quarterly*, 2004, pp. 82, 43 ss., consultabile al seguente link: <http://ssrn.com/abstract=452022>; PARTNOY, *The Siskel and Ebert of Financial Markets: Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies*, *Washington University Law Quarterly*, Vol 77, pp. 619-712, 1999. Disponibile anche al seguente link: <http://ssrn.com/abstract=167412>; DITTRICH, *The Credit Rating Industry: Competition and Regulation*, June 4, 2007, disponibile anche al seguente link: <http://ssrn.com/abstract=991821>; HILL, *Why Did Rating Agencies Do Such a Bad Job Rating Subprime Securities?* (March 1, 2010), *University of Pittsburgh Law Review*, *Forthcoming*; *Minnesota Legal Studies*, Research Paper 10-18. Disponibile anche al seguente link: <http://ssrn.com/abstract=1582539>; COFFEE JR., *Rating Reform: The Good, The Bad and the Ugly*, in *Harvard Business Law*, 2011, p. 231 ss.; BOTTINI, *An Examination of the Current Statuts of Rating Agencies and Proposals for Limited Oversight of Such Agencies*, in *San Diego Law Review*, 1993, p. 582 ss.; LEVICH, MAJNONI e REINHART, *Ratings, Rating Agencies, and the Global Financial System*, Amsterdam, 2002; PARTNOY, *The Paradox of Credit Ratings*, University of San Diego Law & Economics Research Paper No. 20, 2001; consultabile in <http://ssrn.com/abstract=285162>; ID., *How and Why Credit Rating Agencies are Not Like Other Gatekeepers*, in *Financial Gatekeepers: Can They Protect Investors?*, a cura di Fuchita e Litan, Washington DC, 2006;

anche in Italia². In generale per poter svolgere un'analisi di dettaglio sulla disciplina delle agenzie di *rating*, occorre partire da alcuni concetti di base, non sempre del tutto chiari a chi di *rating* si occupa dal punto di vista normativo e giuridico³.

In estrema sintesi possiamo dire che le agenzie di *rating* sono soggetti specializzati nell'elaborazione di un particolare indicatore, il *rating* appunto, rappresentativo del rischio di *default* di un certo emittente o di una certa emissione. Il *rating* riflette il rischio di credito specifico di un emittente o emissione, non comprende valutazioni di rischio di mercato, quali ad esempio il rischio di liquidità e si basa tendenzialmente su due

WHITE, *Good Intentions Gone Awry: A Policy Analysis of the SEC's Regulation for the Bond Rating Industry*, NYU Working Paper n. EC-05-16, 2005, consultabile in <http://ssrn.com/abstract=1282540>.

² Per la letteratura italiana si segnalano gli scritti, tra gli altri, di: ENRIQUES e GARAGANTINI, *Regolazione dei mercati finanziari, rating e regolazione del rating*, in *Banca, impresa, soc.*, 2010, pp. 475 ss.; FERRI e LACITIGNOLA, *Concorrenza e Agenzie di Rating: il dibattito economico*, in *AGE*, n. 2, 2012, p. 299; PRESTI, *Le agenzie di rating: dalla protezione alla regolazione*, in *Atti del convegno di Courmayeur del 26-27 settembre 2008, I nuovi equilibri mondiali: imprese, banche, risparmiatori*, Milano, 2009, pp. 75 ss.; PARMEGGIANI, *I problemi regolatori del rating e la via europea alla loro soluzione*, in *Banca, impresa, soc.*, 2010, pp. 459 ss.; PARMEGGIANI, *La regolazione delle agenzie di rating tra tentativi incompiuti e prospettive future*, in *Giur. comm.*, 2010, I, pp. 121 ss.; PRESTI, *Take the <<AAA>> train: note introduttive sul rating*, in *AGE*, n. 2, 2012, p. 251; FACCI, *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, in *Contr. e impr.*, 2008, pp. 167 ss.; OLIVIERI, *I servizi di rating tra concorrenza e regolazione*, in *AGE*, n. 2, 2012, p. 283; PARMEGGIANI, *Quale rating assegnare alle nuove regole sulle agenzie di rating?*, in *Nuove leggi civ.*, n. 1, 2012, pp. 45 e ss.; LENER e RESCIGNO, *Agenzie di rating e conflitti di interesse: sintomi e cure*, in *AGE*, n. 2, 2012, p. 353; LAMANDINI, *Credit Rating Agencies (CRAs) and European Regulation*, in *European Company Law*, 2009, 6, p. 131 ss.; FERRI e LACITIGNOLA, *Le agenzie di rating*, Bologna, 2009; VELLA, *Il Rating alla ricerca di una terza via*, in *AGE*, n. 2, 2012, p. 323; PICARDI, *Il rating fra crisi e riforma dei mercati finanziari*, in *Riv. dir. civ.*, 2009, pp. 713 ss.; SEGO e GOBBO, *Rating, Mercato e Regolatori. Reliance e over-reliance sulle agenzie di rating*, in *AGE*, n. 2, 2012, p. 335; MANCINELLI, *L'assegnazione di rating da parte delle agenzie: significato, implicazioni e principali aspetti critici*, in *Banc.*, 2005, pp. 56 ss.; GRANATA, *Rating e conflitti di interesse, alla ricerca di soluzioni*, in *AGE*, n. 2, 2012, p. 357; PERASSI, *Verso una vigilanza europea. La supervisione sulle agenzie di rating*, in *AGE*, n. 2, 2012, p. 407; MASSERA, *CRAs: problems and perspectives*, in *AGE*, n. 2, 2012, p. 425; SACCO GINEVRI, *Le società di rating nel regolamento CE n. 1060/2009: profili organizzativi dell'attività*, in *Nuove leggi civ.*, 2010, pp. 291 ss.; PRESTI, *Take*, cit. p. 251;

³ Cfr. la Relazione di DE LAURENTIS, *Miti e Verità delle performace predittive e delle metodologie dei rating di agenzia*, relazione al Convegno internazionale di Salerno sulle *Rating Agencies*, svoltosi l'8 e 9 Novembre 2012.

elementi: la probabilità di *default* (*probability of default*) e la perdita attesa in caso di *default* (*loss given default*). Le diverse agenzie di *rating* combinano variamente questi due parametri, a seconda delle tipologie di emittenti o strumenti finanziari oggetto di *rating*⁴. L'indicatore *rating*, che risulta semplice, diretto e di immediata percezione, si presta ad essere ampiamente utilizzato nel mercato quale surrogato sintetico di un giudizio di affidamento e di merito di credito che sarebbe altrimenti assai complesso e costoso formulare.

I sostenitori dell'importanza e dell'utilità dei *rating*, con i quali si può concordare, sottolineano come i *rating* rispondano ad una fondamentale esigenza di semplificazione cognitiva in quanto traducono in sigla un complesso giudizio statistico, probabilistico e prospettico sul merito di credito di un emittente o emissione; in virtù di tale funzione di semplificazione, i *rating* continueranno, quindi, ad avere un proprio mercato e *raison d'être*.

I *rating* poi sono giudizi distribuiti gratuitamente al pubblico e facilmente accessibili dagli operatori. Ora, in un mercato finanziario che ha progressivamente affiancato e, in molti casi, definitivamente sostituito il sistema bancario nella valorizzazione del rischio di *default* e del merito di credito di titoli ed emittenti, il *rating* rappresenta un elemento informativo di ausilio al mercato che svolge oggi l'importante funzione economica di valorizzazione del rischio di *default* e del merito di credito appunto in forma diffusa.

Pertanto, se da un lato i *rating* sono importanti ed utili, dall'altro, la recente crisi finanziaria ha evidenziato diverse problematiche che riguardano: (i) le metodologie di elaborazione degli stessi, (ii) le dinamiche conflittuali nell'ambito delle quali questi giudizi vengono elaborati e (iii)

⁴ Si veda HUNT, *Credit Rating Agencies and the 'Worldwide Credit Crisis': The Limits of Reputation, the Insufficiency of Reform, and a Proposal for Improvement*, (September 5, 2008), in *Columbia Business Law Review*, Vol. 2009, No. 1., p. 36, disponibile al seguente link: <http://ssrn.com/abstract=1267625>, nel quale l'autore sostiene che le "*rating agencies describe their ratings as intended to reflect only credit Risk and not risks arising from other factors such as liquidity. Credit risk is conventionally thought of as having two components: probability of default (.PD.) and expected loss in the event of default (.loss given default. or .LGD.). Ratings combine PD and LGD in different ways across product types and from agency to agency. Apparently, Moody's ratings on traditional products are intended to reflect PD and not LGD, while its ratings on structured finance products reflect both PD and LGD. Fitch's ratings apparently are just the opposite: traditional-product ratings reflect PD and LGD, 167 while structured-finance ratings reflect PD only. It appears that S&P's ratings reflect PD only in both cases*".

le difficoltà derivanti dal modello di *business* con il quale le agenzie operano, tali da mettere in discussione il ruolo ed il valore stesso dei giudizi di *rating*.

2. I problemi riscontrati.

In generale, dopo una prima ondata di critiche mosse contro le agenzie di *rating* nel 2004 in occasione degli scandali che seguirono il collasso di Enron e WorldCom⁵, i quali avevano altresì condotto gli USA ad una serie di interventi legislativi per rafforzare il sistema delle agenzie di *rating*, seguiti da iniziative di miglioramento via codici di autodisciplina, più di recente, i *rating* sono tornati agli onori della cronaca per avere di sicuro contribuito a determinare ed aggravare la crisi finanziaria, avendo sistematicamente sottostimato il rischio di *default* di emittenti ed emissioni⁶, contribuendo per tale via alla inarrestabile creazione distribuzione di titoli spazzatura nei portafogli di ignari investitori di mezzo mondo.

Difatti, è opinione condivisa che i problemi evidenziatisi nell'elaborazione dei *rating* e le carenze riscontrate nella gestione delle agenzie di *rating* abbiano contribuito in maniera determinante all'accumulo di rischio sistemico, sfociato poi nella crisi del 2008. La crisi è stata sicuramente aggravata dalla progressiva inflazione dei *rating* che venivano attribuiti in maniera eccessivamente generosa a titoli che, successivamente, si rivelavano essere 'tossici' per chi li deteneva in portafoglio (c.d. titoli spazzatura); le agenzie di *rating*, inoltre, nella valutazione e nell'elaborazione dei *rating*, sistematicamente sottostimavano significative correlazioni tra i rischi di *default* dei diversi strumenti finanziari ed emittenti, commettendo dei veri e propri errori nel calcolo del rischio e della probabilità di *default*.

Nel caso della finanza strutturata, inoltre, gli stretti rapporti tra emittenti ed agenzie di *rating* hanno implicitamente comportato la comunicazione dei modelli di valutazione che, uniti ad una più o meno esplicita

⁵ Enron e WorldCom godevano, infatti, di *rating investment grade* poco prima dell'emergere dei relativi stati di crisi.

⁶ Si vedano i risultati del recente studio di HAU, LANGFIELD, MARQUEZ ILBANEZ, *Bank Ratings What Determines Their Quality*, ECB, Working Paper Series, n. 1484 ottobre 2012, disponibile al seguente link: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1484.pdf>

attività di consulenza sulle emissioni, hanno determinato una progressiva inflazione dei *rating* delle emissioni che venivano effettuate alla luce dei modelli di valutazione stessi. Si verificava, pertanto, una prestazione di servizi in virtuale conflitto di interessi poiché le agenzie di *rating*, che avrebbero dovuto operare in maniera disinteressata e indipendente, agivano tramite la consulenza, in ausilio agli strutturatori, per garantire ottimi *rating* alle emissioni: questi *rating* generosi erano necessari per poter ‘piazzare’ questi titoli sintetici presso gli investitori.

Di più, nell’era finanziaria appena conclusasi, si verificava frequentemente addirittura una concorrenza di interessi, più che un conflitto, tale da facilitare il descritto fenomeno di inflazione dei *rating*: in altri termini, con specifico riferimento alle operazioni di finanza strutturata, gli emittenti erano alla ricerca di sistemi per ottenere *rating* più alti possibili sulle cartolarizzazioni e sui titoli sintetici che venivano creati per essere rivenduti; il sistema bancario, ansioso di percepire le generose commissioni di collocamento, premeva altresì per *rating* generosi; persino gli investitori, desiderosi di prodotti ad alto *rating* che garantissero ritorni interessanti, concorrevano ad alimentare il mercato dei *rating* benevoli.

Anche l’impianto normativo aveva contribuito in maniera significativa all’aggravarsi della situazione, attribuendo progressivamente ai *rating* effetti regolamentari e normativi, facendo dipendere *ex lege* rilevanti conseguenze a seconda del *rating* dell’emissione. Così facendo tuttavia, i *rating* sono stati elevati a requisiti regolamentari e le agenzie di *rating* sono venute ad assumere un ruolo di c.d. *gatekeepers*, ossia soggetti che esercitano un potere di certificazione delle emissioni e degli emittenti a cui la legge ha attribuito rilevanza. Così basterà citare le conseguenze determinanti che la c.d. disciplina di Basilea 2 attribuisce ai *rating* dei titoli presenti nel capitale bancario, ai fini della determinazione del capitale di vigilanza. Si pensi ulteriormente all’inclusione dei *rating* nella direttiva sui c.d. *eligible assets* detenibili dai fondi comuni armonizzati, oltre che ai riferimenti contenuti nell’articolo 100, t.u.f. ed i riferimenti contenuti nella l. 130/1999 sulle cartolarizzazioni. I riferimenti normativi e regolamentari ai *rating* hanno determinato la creazione di un mercato artificiale di licenze regolamentari contribuendo a inflazionare ulteriormente i *rating* stessi.

La combinazione di tutti questi elementi di carenza sia della disciplina regolamentare sia del sistema di elaborazione dei *credit rating*, aggravati da un eccessivo affidamento riposto dagli operatori di mercato nei *rating* stessi, in un periodo ulteriormente caratterizzato dalla c.d. esuberanza irrazionale (*irrational exuberance*), cioè caratterizzato dalla sistematica sottovalutazione del rischio implicito di tutti gli strumenti fi-

nanziari, ha certamente concorso ad aggravare la crisi sistemica che dal 2008 ad oggi imperversa nei mercati finanziari⁷.

I *rating* scontano poi elementi di debolezza che derivano dalle metodologie utilizzate per la loro stessa elaborazione. Ad esempio, i *rating* dipendono da modelli di valutazione adottati e come noto, i modelli sono sempre esposti al c.d. *model risk*, ossia il rischio che il modello non tenga conto di tutte le possibili implicazioni o correlazioni esistenti, che il modello sia, in parole povere, sbagliato oppure che il modello stesso sia basato su certe *assumptions* che non sempre risultano verificate. Al riguardo, si è parlato di imperfezione statistica, riferendosi alla sistematica sottovalutazione della correlazione dei *default* nel settore dei mutui.

Inoltre i *rating*, in quanto giudizi sintetici, semplificano e riassumono molteplici valutazioni inerenti ad un emittente o emissione. I *rating* sono poi sistematicamente approssimati, in quanto riducono e standardizzano secondo classi omogenee il rischio di credito di un emittente o emissione. Pertanto, le classi di *rating* sono standardizzate e le agenzie di *rating* immettono *ipso facto* ciascun emittente o emissione entro una data categoria, proprio a causa della metodologia di approssimazione dei risultati che sono forniti secondo classi standardizzate (AAA, AA-, etc.), all'interno delle quali vengono ricondotti emittenti in condizioni, per definizione, differenti che vengono però giudicate omogenee.

In aggiunta, i giudizi di *rating*, sono elaborati secondo periodicità prestabilite e non rispecchiano pertanto, per così dire 'in continua', una valutazione sul merito di credito di un particolare emittente o emissione. Al riguardo, si parla di imperfezione dinamica. Sta di fatto che le agenzie di *rating*, per non far constatare l'eccessiva volatilità dei propri giudizi, evitano accuratamente di intervenire sugli stessi con frequenza diversa da quella prestabilita: così facendo tuttavia, i *rating* rimangono relativamente statici e non riescono ad incorporare in automatico, i più recenti sviluppi che riguardino un emittente.

I *rating* scontano ulteriormente tutte le difficoltà legate alle valutazioni prospettiche che si proiettano nel futuro, analoghe ai c.d. *forward*

⁷ Si veda TAUB, *Enablers of Exuberance: Legal Acts and Omissions that Facilitated the Global Financial Crisis* (September 4, 2009). Il *paper* può essere letto al seguente link: <http://ssrn.com/abstract=1472190>. Si veda anche: LEVITIN E WACHTER, *Explaining the Housing Bubble*, (April 12, 2012), in *Georgetown Law Journal*, Vol. 100, No. 4, pp. 1177-1258, *University of Pennsylvania Institute for Law & Economics Research Paper* No. 10-15; *Georgetown Public Law Research Paper* No. 10-60; *Georgetown Law and Economics Research Paper* No. 10-16. disponibile al seguente link: <http://ssrn.com/abstract=1669401>.

looking statements degli emittenti⁸. I *rating*, infatti, essendo valutazioni probabilistiche riguardanti eventi futuri, si prestano a non essere mai verificabili. In altri termini, *ex post*, qualsiasi sia stato il *rating* assegnato, un emittente sarà o meno incorso nel *default* rispetto ai propri obblighi mentre ogni valutazione percentuale probabilistica perderà qualsiasi significato. Sarà quindi possibile unicamente valutare se complessivamente gli emittenti di una data classe di *rating* sono andati in *default* più o meno di quelli delle altre classi di *rating*, più o meno cioè, di quanto fosse prevedibile in base alla classe di *rating* loro assegnata. Dalla valutazione *ex post*, sarà possibile solo una verifica sulla correttezza della graduazione della classe di *rating* come tale mentre le valutazioni aventi ad oggetto il singolo emittente non avranno molto senso. Difatti, il conferimento di un *rating* non corrisponde all'applicazione di una formula matematica, e coinvolge giudizi di merito sull'emittente, sulle sue prospettive, sull'assetto concorrenziale del mercato di riferimento tali da non essere facilmente replicabili o verificabili.

I *rating* sono poi valutazioni di rischio c.d. '*ordinali*' e non '*cardinali*' nel senso che strumenti finanziari con un *rating* migliore dovrebbero andare in *default* con minore frequenza di strumenti finanziari con un *rating* peggiore; essi hanno perciò valore relativo⁹, sicchè uno specifico *rating* non dovrebbe essere indicativo direttamente di una specifica probabilità di *default* o della perdita attesa da un investimento. Difatti, come spiegato *supra*, i *rating* non tengono conto di variabili sistemiche che influenzano enormemente la probabilità di *default* di un emittente

⁸ Per inciso si osserva che negli USA per favorire la diffusione dei c.d. *forward looking statements*, che altrimenti sarebbero stati evitati a causa del rischio di contenzioso, si è introdotto un c.d. *Safe Harbour*, ossia una esenzione da responsabilità civile per gli *statement* fatti in certe condizioni. Si veda tra gli altri: ROSEN, *The Statutory Safe Harbour for Forward Looking Statements after two and half years: has it changed the law? Has it Achieved What Congress Intended?*, in *Washington University Law Quarterly*, 1998, p. 645 ss. Si veda pure: MILLER, GREGORY S. and PIOTROSKI, *Forward-looking Earnings Statements: Determinants and Market Response* (July 2000). Disponibile al seguente link: <http://ssrn.com/abstract=238593>.

⁹ Si veda HUNT, *Credit*, cit., p. 38, dove l'autore spiega come "*the agencies stress that their ratings are at least primarily ordinal, rather than cardinal. In other words, highly rated instruments are supposed to default less frequently than lower rated instruments, but a given rating is not supposed to reflect any specific probability of default or level of expected loss. Agencies explain this by noting that overall default rates and losses and thus defaults and losses within each rating class are determined to some extent by economic cycles and not by the differences in the issue or issuer credit quality that ratings are intended to assess*".

o emissione: in caso di crisi finanziarie di rilevanti proporzioni, come quella in corso ormai da diversi anni, elementi come crisi di liquidità o simili possono determinare un aumento rilevante del numero di *default* a prescindere dalle classi di *rating* di assegnazione. In altri termini, questi elementi esogeni, possono alterare in maniera considerevole ogni proiezione fatta dalle agenzie in termini di probabilità di *default* o perdita attesa.

Inoltre i *rating* hanno anche dimostrato di non essere immuni dagli onnipresenti conflitti d'interesse e problemi di *agency*, sia derivanti dal molto criticato modello di *business – issuer pay* – diffuso e prevalente nel mercato, in base al quale sono proprio gli emittenti a pagare per ottenere il giudizio di *rating* sulle emissioni, sia causati dalla particolare configurazione dell'industria del *rating*, un oligopolio pressoché impenetrabile consolidatosi nel tempo.

I *rating* poi, nel corso degli anni, sono progressivamente diventati una panacea per molti problemi riscontrati in finanza. Più nel dettaglio, molte attività bancarie e finanziarie impongono al banchiere e al gestore di verificare la qualità degli strumenti finanziari che acquista o sottoscrive oltre che degli emittenti cui concede credito. Queste valutazioni discrezionali dei soggetti privati, ma anche di soggetti pubblici che vengono, ad esempio, chiamati ad interpretare regole sulla gestione dei rischi, sono assai difficili e fonte di rischio per il soggetto che le deve svolgere. Poter fare riferimento quindi a giudizi gratuiti, esterni, emessi da soggetti che abbiamo una buona reputazione, consente a questi soggetti di scaricare sull'agenzia di *rating* la responsabilità di avere svolto una verifica sul merito di credito di un certo strumento finanziario o emittente. In realtà, se gli intermediari fanno riferimento al *rating* per andare esenti da responsabilità per avere selezionato per i loro clienti 'titoli spazzatura', se le vigilanze di mezzo mondo fanno riferimento ai *rating* per valutare la solidità degli investimenti del capitale di vigilanza, se il mercato fa affidamento su *rating* elaborati da soggetti che operano in conflitto di interesse e rendono giudizi in sostanziale regime di irresponsabilità, il mercato, gli operatori e persino la vigilanza hanno trovato, sostanzialmente un espediente per arginare la responsabilità per le proprie azioni, espediente che mette tuttavia a repentaglio il corretto funzionamento e l'esistenza stessa del mercato. Il sistema dei *rating*, infatti, non doveva servire a deresponsabilizzare il sistema finanziario, al contrario, i *rating* dovevano servire da ausilio al sistema finanziario nell'espletamento delle funzioni proprie di questo.

3. Alcuni fatti rilevanti.

Per meglio comprendere il contesto nel quale ci si muove è necessario ricordare alcuni fatti rilevanti sul mercato dei *credit rating* e delle agenzie.

In *primis*, occorre ricordare che siamo di fronte ad un mercato oligopolistico molto concentrato. Come noto sono infatti tre le principali agenzie di *rating* (di seguito anche “CRA”) operanti a livello mondiale, ossia Standard and Poors, Moodys e Fitch. Delle circa 79 CRA operanti, le tre citate, controllano circa il 95% dell’intero volume d’affari, con quote, rispettive del 40% per Standard and Poors, del 40% Moodys e del 15% Fitch¹⁰.

Le tre *rating agencies* hanno imponenti *operations* a livello mondiale ma rimangono prevalentemente controllate da soggetti USA. Così, nel bilancio di Standard & Poors (S&P) del 2011 si legge che S&P emette circa 1.2 milioni di *rating* occupando stabilmente oltre 1400 analisti finanziari in 23 paesi¹¹. Il ramo *rating* di S&P ha concluso l’anno, si legge in bilancio, facendo registrare ‘stellar operating margins’ del 41%, con un incremento del 4% del fatturato. I *rating services* di S&P possono vantare una crescita media del 12% negli anni dal 1994 al 2011 (*revenue CAGR*)¹². Difficile identificare la quota di fatturato del colosso americano di competenza della sola divisione *rating*, in ogni caso S&P ha un fatturato complessivo che supera i \$ 6.2 miliardi di dollari.

Per quanto riguarda Moody’s è altrettanto complesso identificare la quota di fatturato di pertinenza esclusiva della *rating operation*. Moody’s ha incassato nel 2011 oltre \$ 2,2 miliardi di dollari, come S&P anch’essa in netta crescita rispetto all’anno precedente. Per quanto riguarda la sorella minore, Fitch Group di cui Fitch *Rating* rappresenta una divisione, i dati relativi all’anno 2010 confermano incassi per oltre \$ 657 milioni di dollari in crescita del 7,8% rispetto all’anno precedente. Fitch *Rating*, che

¹⁰ Si veda OLIVIERI, *I servizi*, cit., p. 284; si veda anche NEUMANN, *The Wall Street Journal: Call to Downsize Giants of Rating*, 8/10/2011; in tale articolo si specifica che nel 2011: “of the over 2.8 million rating issued collectively by the ten Nationally Recognized Statistical Rating Organizations (NRSROs) designated and monitored by the SEC: S&P (1,190,500 rating, or 42.2%), Moody’s (1,039,187 rating, or 36.9%), Fitch (505,024 rating, or 17.9%)”.

¹¹ Si veda il bilancio per l’anno 2011 di S&P, p. 5, disponibile al seguente link: http://www.mcgraw-hill.com/about/annual_report/ar2011.pdf.

¹² Si veda nuovamente il bilancio 2011 di S&P, cit., p. 6.

impiega oltre 2000 analisti, risulta essere controllata da Fimalac SA (società Francese quotata Euronext) e dalla Hearst Corporation un colosso americano dell'informazione¹³.

Alla luce di quanto sopra risulta evidente come le divisioni *rating* delle CRA sono fonti di rendite finanziarie di tutto rispetto: infatti le agenzie di *rating* gestiscono ed erogano *rating* creando un indotto *business* multi miliardario, prevalentemente operando dagli USA. Anzi, per meglio sfruttare la capacità di produzione di *revenues*, per diversificare la produzione delle stesse creando nuove linee di *business* che possano essere sviluppate di pari passo con il *core business* ancora rappresentato dalla produzione dei *rating*, questa viene di norma affiancata da *operations* attive anche nel campo dei media come notoriamente fanno S&P e Fitch, ovvero note per le pubblicazioni finanziarie, la consulenza, il calcolo degli indici, etc. Si fa leva qui chiaramente sulla reputazione e visibilità acquisita nel campo dell'elaborazione dei *credit rating*, per espandersi in altre aree di mercato contigue, come quella dell'elaborazione degli indici, dei media, etc.

A quanto detto si devono aggiungere un paio di considerazioni che hanno a che vedere con l'evoluzione dei servizi di *rating*. In primo luogo, si deve sottolineare come sia emerso il problema dei *credit rating* soprattutto con riferimento alle operazioni di finanza strutturata. Infatti, se da un lato vi sono stati alcuni casi eclatanti di *rating* ottimistici dati pochi giorni prima dell'emergere del dissesto di emittenti anche molto famosi come Enron, Worldcom, Lehman Brothers, etc., a ben vedere questi eclatanti *default*, apparentemente non corrispondenti rispetto alla classe di credito assegnata, oltre a restare casi relativamente isolati, non dimostrano e non sono indice di per sé di un cattivo funzionamento delle metodologie di *rating* né dei processi seguiti. Difatti, il fallimento inatteso di un emittente cui viene assegnato un buon *rating*, è un evento ben possibile del quale si tiene conto nel *rating* stesso, che assegnando una certa classe di rischio, ossia una certa probabilità di *default*, contempla il rischio di *default* stesso e lo misura. Nel campo della finanza strutturata è emersa invece l'esistenza di una sistematica deviazione dei

¹³ Hearst Corporation, risulta essere una delle maggiori media information company. Il sito della stessa descrive l'attività della società come "*one of the nation's largest diversified media and information companies. Its major interests include magazine, newspaper and business publishing, cable networks, television and radio broadcasting, Internet businesses, TV production and distribution, newspaper features distribution, business information and real estate*": cfr. <http://www.hearst.com/>.

rating verso l'alto, che ha certamente concorso ad aggravare la situazione di crisi, contribuendo, in un mercato già euforico (che tipicamente tende a sottostimare i rischi assunti per inseguire rendimenti maggiori) alla diffusione di titoli rischiosi ma con ottimo *rating*, collegati ed incorporanti rischi connessi ai mutui *sub-prime*. Questi rischi sono stati quindi, anche grazie ad ottimi ma immeritati *rating*, riallocati negli ignari portafogli di mezzo mondo.

Infine, occorre brevemente ricordare come anche l'industria dei *rating* abbia subito una rilevante evoluzione negli ultimi anni. Nate infatti alla fine dell'ottocento, le *rating agencies* hanno lentamente aumentato la loro rilevanza quali *players* del mercato finanziario grazie alla reputazione accumulata per i giudizi seri e severi rilasciati sul merito di credito degli emittenti. La reputazione acquistata in questi primi decenni di attività, la fama di serietà di indipendenza di giudizio e professionalità, hanno fruttato alle *rating agencies* più note una rendita di posizione ineguagliabile. Le *rating agencies* vivono di questa rendita di posizione che funge anche da barriera all'ingresso per i concorrenti potenziali. Se quanto detto trova conferma nella situazione del mercato dei *rating* sugli emittenti azionari ed obbligazionari, nel campo dei *rating* al servizio della finanza strutturata, invece, le due sorelle Moody's e S&P avevano recentemente dovuto subire la concorrenza di Fitch *Rating* che in pochi anni si era fatta strada proprio operando in questo settore dove l'innovazione finanziaria opera con maggiore vigore. Proprio i prodotti sintetici frutto dell'innovazione finanziaria avevano infatti creato un nuovo mercato per le *rating agencies*, creandosi i presupposti per l'emersione di una *rating agency* nuova specializzata. L'emergere di Fitch *Rating* quale competitor delle due sorelle maggiori, ha determinato secondo alcuni autori, una sorta di '*raise to the bottom*' ossia, per incontrare il favore degli 'strutturatori' di prodotti cartolarizzati sintetici, le agenzie di *rating* hanno a detta di molti, inflazionato i propri giudizi per aumentare l'appetibilità dei propri servizi di *rating*. Anche il modello di *business* delle agenzie di *rating* è significativamente evoluto negli ultimi quaranta anni: infatti, mentre prima degli anni settanta quando la SEC ha creato le NRSRO¹⁴, le agenzie di *rating* si sostentavano facendo pagare agli investitori i corrispettivi per la sottoscrizione al servizio di *rating*, non facendo invece pagare corrispettivi agli emittenti per prestare il servizio di *rating*, successivamente è stato abbandonato il modello di servizio ci-

¹⁴ La sigla sta per Nationally Recognized Statistical Rating Organizations (NRSRO).

tato, virando verso l'assai più remunerativo servizio agli emittenti basato sul modello *issuer pay*¹⁵.

Ultimo elemento che mette conto sottolineare è il fatto che progressivamente si è andata affermando la tendenza da parte delle *rating agencies* di non verificare i fatti e i dati forniti dall'emittente nel corso dell'istruttoria relativa alla procedura¹⁶. I dati forniti e le informazioni rese vengono sostanzialmente presi per buoni e solo in rari casi vengono richieste informazioni aggiuntive. Di conseguenza, da un lato, si viene a limitare la responsabilità delle agenzie che non sono tenute e non fanno una *due diligence* sui dati forniti dagli emittenti e dall'altro si è ridotto grandemente il contenuto informativo dei *rating* stessi. Per di più come si dirà nel prosieguo, negli USA è stato addirittura vietato agli emittenti di fornire informazioni privilegiate alle *rating agencies*, che dovranno basare i propri giudizi esclusivamente sulle informazioni disponibili al pubblico¹⁷.

4. Un fallimento di mercato ma anche – e sopra a tutto – un fallimento regolamentare.

Si è anticipato come *rating* inflazionati e troppo generosi, rilasciati in situazioni di conflitto di interesse, abbiano contribuito in maniera significativa ad aggravare la crisi finanziaria che tuttora imperversa nei mercati dopo anni dal suo originale manifestarsi. Il fenomeno dei *rating* inflazionati, è stato particolarmente acuto nelle operazioni di finanza strutturata, laddove migliaia di miliardi di controvalore di mutui *subprime* venivano re-impacchettati in strutture sviluppate *ad hoc*, che emettevano vari titoli di debito con maggiore e minore *seniority* assistiti, in particolare per quanto concerne le *tranche* con maggiore *seniority*, da *rating* assai lusinghieri e spesso eccessivamente benevoli.

Quando a causa del repentino aumento dei tassi innescato dalla FED nei primi mesi del 2007, i soggetti finanziati hanno iniziato ad andare in

¹⁵ Si veda tra gli altri, PARTNOY, *How and Why Credit Rating Agencies are Not Like Other Gatekeepers*, *Legal Studies Research Paper Series*, N. 07/46, May 2006, disponibile al seguente link: <http://usdrinc.com/downloads/Credit-Rating-Agencies.pdf>. Si veda anche COFFEE, *Rating*, cit., p. 30

¹⁶ Si veda COFFEE, *Rating*, cit., p. 16.

¹⁷ Cfr. *infra sub* paragrafo 9.

default, anche le varie *tranches* delle cartolarizzazioni hanno iniziato a perdere rapidamente valore: persino quelle che per *seniority* e *rating* non dovevano assolutamente essere influenzate dai *default* dei mutui sottostanti incominciarono rapidamente a deprezzarsi. I *rating* troppo benevoli sono stati in realtà solo un elemento che ha aggravato la situazione. Le cause della crisi sono da rintracciare anche e soprattutto in un sistema, quello americano, in cui il facile accesso al credito viene coniugato con tecniche all'avanguardia per la segmentazione e redistribuzione dei rischi assunti dal sistema per garantire che a ogni aspirante proprietario immobiliare venga erogato un mutuo a prescindere da considerazioni sul merito di credito del soggetto, o sulla capacità di ripagare i prestiti concessi, basandosi unicamente sulla garanzia reale acquisita. Un simile sistema non poteva che finire per accumulare rischi enormi e ingestibili dal sistema finanziario, che pure ha cercato fino all'ultimo di smontarli per redistribuirli cercando così, un po' come un enorme sistema digerente, di smaltirli in qualche misura.

L'operazione d'ingegneria finanziaria con la quale gli operatori potevano trasformare mutui *subprime*, così detti '*low documentation*' o '*no documentation*'¹⁸ – ossia mutui erogati in presenza di pochissima documentazione ovvero in assenza di qualsivoglia istruttoria e documentazione – in strumenti finanziari privilegiati con *rating* elevati (tripla A, *senior notes*) era poi talmente remunerativa da costituire di per sé stessa un incentivo formidabile alla produzione su scala industriale di questi titoli di debito che, in pratica, hanno trasferito negli ignari portafogli di mezzo mondo, fette considerevoli di un sogno americano, una bella casa per tutti¹⁹, che per il resto del mondo sarebbe diventato un incubo.

Le agenzie di *rating* hanno di sicuro contribuito in modo determinante a questo trasferimento di rischio con i loro giudizi professionali apparentemente neutri e disinteressati, concorrendo ad ingenerare un'ingannevole percezione di assenza di rischio nelle controparti di mercato che acquistavano questi titoli di debito a tripla A per ritrovarsi titoli spazzatura che in pochi mesi o addirittura nei primissimi giorni della crisi, persero d'un colpo tutto il loro presunto valore.

¹⁸ Anche detti "*liars loans*", ossia mutui ai bugiardi. Si veda COFFEE, *Rating*, cit., p. 12.

¹⁹ Anche per i così detti clienti NINJA ossia *No Income, No Job, No Assets*. KHANDANI, LO, MERTON, *Systemic Risk and the Refinancing Ratchet Effect*, p. 17, MIT Sloan School Working Paper, n. 4750-09, disponibile al seguente link: <http://dspace.mit.edu/bitstream/handle/1721.1/66263/SSRN-id1472892.pdf?sequence=1>.

E' anche chiaro a chi scrive come in molti casi, la percezione dell'assenza di rischio sia stata in larga parte da attribuire alla scarsa attenzione con la quale venivano effettuati gli investimenti in titoli rivenienti da *tranching* di cartolarizzazioni di mutui *subprime*. In altri termini, è verosimile che tutti coloro che acquistarono i titoli in esame, vengano oggi a raccontare che agirono all'epoca, basandosi sui *rating* anziché sulla *due diligence* necessaria che ogni compratore deve fare sui beni o sugli strumenti finanziari che acquista. Avrebbero dovuto, invece, in base al principio *caveat emptor*, scegliere con maggiore attenzione i propri investimenti, senza pretendere di esternalizzare il controllo sugli emittenti e sugli strumenti acquistati, pretendendo di basarsi solo ed esclusivamente su giudizi, sia pure professionali, di soggetti terzi, le CRA appunto²⁰. Tanto più che i *credit rating*, non sono dei giudizi di merito sulla bontà di un investimento, ma rappresentano invece una valutazione sintetica sulla probabilità di *default* dell'emittente o dello strumento finanziario in un dato arco di tempo: insomma il *credit rating* di un emittente è solo una delle tante informazioni che debbono essere usate da un coscienzioso investitore nella scelta degli impieghi del proprio portafoglio. Chi scelse titoli spazzatura per i propri investitori e per il proprio portafoglio, lo fece invece, con ogni probabilità, perché questi titoli garantivano, almeno sulla carta, rendimenti molto più interessanti rispetto ad investimenti comparabili, senza esporre a rischi eccessivi gli investitori, che si ritenevano garantiti a sufficienza dalle garanzie reali sugli immobili. La crisi finanziaria coi suoi impatti sulle valorizzazioni degli immobili, fece invece venire meno, oltre al rimborso dei mutui, anche il valore della garanzia reale con le conseguenze per gli investitori che si sono potute constatare. Certo è anche che tali operazioni erano in certo senso *rating driven*, nel senso che non sarebbero state possibili e non si sarebbero concluse in assenza di *rating* generosi²¹.

Ma vi è di più. Le agenzie di *rating*, che hanno da sempre rilasciato *rating* sulle emissioni dei titoli di debito degli stati sovrani, hanno negli

²⁰ Si veda HUNT, *Credit*, cit., p. 37 che spiega come “*although credit risk is an important part of an investor's decision whether to buy a fixed-income security, it is not the only consideration. Other key elements include the security's market price and the investor's risk preferences. Major-agency ratings do not take these considerations into account and accordingly the agencies stress that their ratings are not recommendations to buy or not to buy particular securities*”.

²¹ Cfr HILL, *Why*, cit., 2004.

ultimi anni, ritenuto di rilevare un aumentato rischio d'insolvenza di certi paesi tra cui, come noto, l'Italia. I ripetuti abbassamenti di *rating*, i 'downgrade' dei titoli emessi dai governi sovrani, hanno determinato importanti effetti sui tassi che i vari paesi sono costretti a riconoscere agli investitori che finanziano nel debito pubblico nazionale.

Il problema richiama un po' – si consenta il parallelo – quello dell'uovo e della gallina. Non si capisce in altri termini se paesi come Italia, Irlanda, Grecia, Spagna, etc. debbano pagare più interessi a causa dell'abbassamento del *rating* dello stato come emittente, oppure se i maggiori interessi siano in realtà dovuti a causa del deteriorarsi delle condizioni economiche nazionali che effettivamente avevano danneggiato l'economia dei paesi in esame, con probabili effetti sulla solvibilità del paese stesso. In altri termini non si capisce se sia tutta colpa delle agenzie di *rating* che effettuano il *downgrade* o se invece la colpa sia piuttosto dei governi che, incapaci di procedere su strade difficili, lasciano precipitare i paesi in gravi crisi economiche.

In ogni caso i repentini *downgrade* effettuati a carico degli stati sovrani, hanno avuto la caratteristica comune, di innescare feroci reazioni contro le agenzie di *rating*, esasperando il dibattito sulle riforme aventi ad oggetto le agenzie di *rating* stesse. Così ad esempio, il *downgrade* del debito USA effettuato da S&P nell'agosto 2011 è stato seguito in rapida successione dalle dimissioni del Presidente di S&P Deven Sharma²².

Se pregiudicare gli interessi patrimoniali degli investitori certamente merita una reazione regolamentare da parte di chi amministra la cosa pubblica, avere anche solo messo in discussione la credibilità di manovre finanziarie, di politici più o meno lungimiranti, la solvibilità di paesi, la stabilità di valute come l'Euro e persino l'esistenza della stessa Unione Europea oltre che degli USA, ha decisamente stizzito il mondo politico su entrambe le sponde dell'atlantico, un mondo, quello politico, che sembra ora aver giurato la classica "vendetta tremenda vendetta" di Ver-

²² Si veda tra gli altri: HALAH TOURYALAI, *Deven Sharma, Is Out As President Of S&P*, *Citi Exec Is In.*, Forbes, Aug 22, 2011. Nell'articolo si legge come: "just weeks after Standard & Poor's downgraded the credit of the U.S. the rating agency announced that its president of four years is stepping down. The McGraw Hill Companies announced that Deven Sharma, 55, will step down next month and will be replaced by Citigroup COO Douglas Peterson. Sharma will take on a special assignment working on the company's strategic portfolio review until the end of the year when he will leave the company to pursue other opportunities, the firm said".

diana memoria²³ alle agenzie di *rating*²⁴. Se infatti la tutela dell'investitore molto spesso genera manovre di ri-regolamentazione di natura – purtroppo – sostanzialmente cosmetica, l'aver attaccato gli stati sovrani ed il mondo politico rischia di scatenare contro le agenzie di *rating* una vera e propria guerra senza confini. Recentemente, di fatti, l'amministrazione Obama ad esempio, a mezzo del *Department of Justice* (DOJ), ha chiesto formalmente alla Standard & Poors, un risarcimento multi miliardario per avere contribuito all'aggravarsi della crisi finanziaria costata così cara ai contribuenti americani (e non solo). Nell'atto di citazione '*complaint*'²⁵ si chiedono oltre cinque miliardi di dollari in danni²⁶. Poche ore dopo che il DOJ aveva depositato il suo atto di citazione, ben 13 Stati degli USA si sono affrettati a depositare simili richieste di danni agendo a nome di fondi pensione pubblici per ulteriori 7,5 miliardi di dollari²⁷.

La crisi in cui sono precipitati i mercati all'indomani dell'esplosione della bolla speculativa che ha coinvolto il settore immobiliare USA ed il

²³ Sia consentito: il Rigoletto, Opera in tre atti di Giuseppe Verdi su libretto di Francesco Maria Piave, tratta dal dramma di Victor Hugo *Le Roi s'amuse* ("Il re si diverte").

²⁴ Si veda: COFFEE, *Rating*, cit., p. 55.

²⁵ Il testo completo dell'atto di citazione, ossia il '*complaint*', è disponibile al seguente link: http://ftalphaville.ft.com/files/2013/02/SP_US.pdf.

²⁶ Si veda: VALSANIA e PLATEROTI, *Obama chiede cinque miliardi di danni a Standard & Poors*, in *Il sole 24 ore*, del 5 febbraio 2013, disponibile al seguente link: <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2013-02-05/governo-chiede-miliardi-danni-175142.shtml?uuid=Ab9ulVRH>.

²⁷ Cfr. VALSANIA, *Rating viziati, causa anche da 13 stati Usa: S&P rischia un conto di 10 miliardi di \$*, in *Il Sole 24 Ore* del 7 Febbraio 2013, nel quale si legge che "la causa civile intentata dal governo federale è stata infatti accompagnata da separati ricorsi da parte di 13 stati. E la California da sola chiede danni per 4 miliardi a nome dei suoi fondi pensione pubblici: il fondo pensione degli insegnanti locali, infatti, ha perso un miliardo dal tracollo di titoli che vantavano un elevato rating di S&P e la legge statale consente di chiedere oltre ai risarcimenti un danno pari al triplo della perdita originale. La California non è sola nello sfoderare richieste di pagamenti ingenti. Colorado e Arkansas hanno avanzato la richiesta che S&P restituisca comunque le entrate che ha incassato dai rating di centinaia di titoli effettuati prima dello scoppio della crisi. Le stime di quanto la società abbia rastrellato da simili attività sui derivati dei mutui, stando al Congresso americano, è di circa 2,3 miliardi per il periodo compreso tra il 2002 e il 2007. Il numero totale degli stati in causa contro S&P è inoltre di 16: Connecticut, Illinois e Mississippi avevano già presentato ricorsi nel 2010 tuttora aperti. S&P ha respinto ogni accusa, affermando di non aver mai compromesso l'integrità dei suoi rating per ragioni commerciali ... la causa intentata dal Dipartimento della Giustizia ha già provocato un calo del 24% nelle azioni di McGraw-Hill in Borsa. Solo i cinque miliardi ipotizzati dalle autorità federali rappresentano ... gli ultimi sette anni di profitti per la McGraw-Hill".

settore dei mutui, con tutto l'indotto di *securitization*²⁸ e dei derivati basati sugli indici ed indicatori coinvolti, giustifica di sicuro un intervento normativo di riforma da parte del legislatore. Ma quale regolamentazione sarebbe appropriata e necessaria nei confronti delle agenzie di *rating* e come sarebbe opportuno disciplinare il fenomeno dei *rating*? In linea teorica sarebbe assai importante partire dal dover essere cartesiano, per poi paragonarlo con l'essere, cioè, individuato quello che potrebbe essere l'intervento regolamentare ideale, si deve raffrontare questo elemento valutando le modalità con le quali si è invece praticamente intervenuti per introdurre una disciplina dei *rating* e delle CRA.

In realtà nei prossimi paragrafi si procederà all'inverso, ossia, prima si ripercorrerà in estrema sintesi cronologica la sequenza di interventi normativi ed i contenuti della disciplina introdotta, per poi valutare, alla luce di considerazioni economiche e di *public policy*, quale avrebbe potuto essere la struttura di una riforma regolamentare, per così dire meno pervasiva di quella concretamente introdotta e che sarebbe stata forse raccomandabile, nell'ottica di ben tarare gli interventi normativi alle necessità manifestatesi.

5. Come si è intervenuti per disciplinare i rating e le CRA.

Come ormai tristemente accade in modo sistematico, l'UE dimostra scarsa attitudine creativa e anche la disciplina delle CRA e dei *rating*, proviene dagli USA²⁹. In questo caso, dato che le *rating agencies* sono nate negli USA e là si sono diffuse, forse non deve stupire che i primi interventi di ri-regolamentazione provengano proprio dalla patria della finanza strutturata. Tuttavia continua a sorprendere lo scrivente, il modo in cui nell'UE, ormai in maniera sistematica si finisca in buona sostanza con l'importare dagli USA la disciplina della finanza. È pur vero che la disciplina europea sulle *rating agencies* non rappresenta la trasposizio-

²⁸ Cioè il mondo delle *asset backed securities* (ABS), *collateralized debt obligations* (CDO), *mortgage backed securities* (MBS) etc.

²⁹ In larga parte le novità introdotte in materia finanziaria sono il risultato di una sostanziale trasposizione nell'ordinamento comunitario di disposizioni adottate negli USA di identico contenuto. Questa modalità legislativa è stata già ampiamente criticata dallo scrivente in altri lavori cui sia consentito rinviare: si veda SCALCIONE, *La nuova disciplina dei derivati OTC - un prodotto di importazione*, in *La crisi dei mercati finanziari: analisi e prospettive*, I, a cura di Vittorio Santoro, Milano, 2012, pp. 407-485.

ne letterale di quella Americana e che quest'ultima non è stata ripresa in toto: la disciplina USA infatti è stata declinata secondo l'impostazione europea ed è stata ricondotta nelle competenze delle autorità dell'UE. Restano affermati e recepiti tuttavia i principi fondanti di quella disciplina il cui contenuto è stato in larga parte trasposto in atti legislativi dell'UE. Non si censura di certo il fatto che le normative emergenti dall'intervento regolamentare siano state rese coerenti a livello internazionale. La cooperazione internazionale è di fondamentale importanza in campo finanziario, anche perché, in mancanza, si lascerebbero pericolosi spazi di arbitraggio regolamentare tra le normative dei vari paesi³⁰. Tuttavia la cooperazione, non deve essere confusa con il coordinamento internazionale ossia lo sforzo teso a fare in modo che, anche a livello internazionale, si adottino *policy* simili a quelle implementate negli USA. Al riguardo la legislazione americana è esplicita e nel DFA si danno deleghe specifiche affinché venga coordinata a livello internazionale l'adozioni di *policy* simili a quelle USA³¹. Mentre quindi nell'UE si è tenuto conto della normativa USA, viceversa, a quanto consta, negli USA non sono stati tenuti in nessun conto i progressi fatti nell'UE sull'argomento: si è deciso invece di procedere per primi, contando solo in seguito, sull'armonizzazione del resto dei paesi rilevanti rispetto ai principi ed alle regole già implementate negli Stati Uniti³². Il profilo diacronico dell'adozione delle norme in materia risulta evidente dal raffronto sotto svolto: in ogni caso quanto sopra trova immediato riscontro negli stessi 2° e 3° considerando al Regolamento 462/2013 dove vengono citati gli atti normativi e le dichiarazioni d'impegno che costituiscono la base di

³⁰ Sulla necessità del coordinamento internazionale in materia, si veda tra gli altri: CESR's response to the consultation document of the Commission services on a draft proposal for a Directive/Regulation on Credit Rating Agencies, Ref.: CESR/08-671, reperibile al seguente link: http://www.esma.europa.eu/system/files/08_671_final.pdf.

³¹ Allo scopo lo stesso DFA, conferisce espressa delega al Presidente ed a tutte le agenzie governative. Così si legge nell'atto normativo che: "*the President, may coordinate through all available international policy channels, similar policies as those found in United States law relating to limiting the scope, nature, size, scale, concentration, and interconnectedness of financial companies, in order to protect financial stability and the global economy*". Cfr. il DFA, sezione 117 intitolata all'International Policy Coordination.

³² In altri scritti, si è già avuto modo di criticare, questo modo di intendere la collaborazione internazionale: sia consentito cfr., SCALCIONE, *The Derivatives Revolution, A Trapped Innovation and a Blueprint for Regulatory Reform*, 2011, p. 319 e 371.

questo ultimo intervento normativo tutti successivi rispetto al DFA oltre che ai lavori preparatori dello stesso³³.

Negli USA.

Già nel 2006 il parlamento USA (Congress) aveva approvato un'importante riforma legislativa il c.d. *Credit Rating Agency Reform Act*. L'Act dava mandato alla SEC di dettare regole e linee guida che le agenzie di rating avrebbero dovuto seguire per essere riconosciute quali *Nationally Recognized Statistical Rating Organizations* (NRSROs). L'Act dava anche mandato alla SEC di imporre regole in materia di registrazioni contabili e *record keeping*, conflitti di interesse, etc., mentre le metodologie di rating erano state considerate espressamente non disciplinabili. Con l'adozione del *Dodd Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* avvenuta il 21 luglio 2010, la legislazione federale in fatto di rating agencies e di rating si è spinta molto oltre. Infatti con il *Dodd Frank Act* (di seguito anche "DFA") si è ulteriormente potenziato il ruolo della SEC quale autorità competente e si sono aggiunte moltissime disposizioni immediatamente esecutive, che prescindono da implementazione della SEC, in diverse materie. Al riguardo, si è imboccata con decisione la via della rimozione di ogni riferimento ai rating nella normativa primaria e

³³ Si citano al riguardo "La risoluzione del Parlamento europeo dell'8 giugno 2011 sulle agenzie di rating del credito: prospettive future chiedeva che le agenzie di rating del credito fossero regolamentate in maniera più rigorosa. Alla sua riunione informale del 30 settembre e 1° ottobre 2010, il Consiglio Ecofin ha riconosciuto la necessità di compiere ulteriori sforzi per affrontare una serie di questioni inerenti alle attività di rating del credito, compresi i rischi di un eccessivo affidamento ai rating del credito e di conflitti di interesse derivanti dal modello di remunerazione delle agenzie di rating del credito. Nelle conclusioni del 23 ottobre 2011, il Consiglio europeo ha sostenuto che è necessario compiere progressi nella riduzione dell'eccessivo affidamento ai rating del credito. (3) A livello internazionale, il 20 ottobre 2010 il Consiglio per la stabilità finanziaria (FSB), di cui la Banca centrale europea (BCE) è membro, ha approvato dei principi volti a ridurre l'affidamento delle autorità e degli enti finanziari ai rating del credito («principi dell'FSB»). I principi dell'FSB sono stati avallati dal vertice del G20 di Seoul del novembre 2010. È pertanto opportuno che le autorità settoriali competenti valutino le prassi degli operatori del mercato e incoraggino questi ultimi ad attenuare l'impatto di tali pratiche. Le autorità settoriali competenti dovrebbero decidere le misure di incentivo": è di assoluta evidenza come tutti gli atti richiamati dal legislatore Comunitario siano successivi all'adozione negli USA del DFA e corrispondano e siano conseguenza degli sforzi di lobby USA sull'UE e sugli altri paesi del G20 e sotto l'egida del FSB.

secondaria. Per rimuovere il valore regolamentare assegnato ai *rating* da diverse discipline, l'*Act* dispone direttamente la rimozione dei riferimenti al *rating investment grade* da normative federali quali il *Federal Deposit Insurance Act*, e l'*Investment Company Act* del 1940: i riferimenti ai *rating* vengono sostituiti con generici riferimenti a adottandi "*standards of creditworthiness*"³⁴. Inoltre con il DFA, che alla riforma delle *rating agencies* dedica un'intera sezione³⁵, si richiede che la SEC adotti una coerente disciplina in materia di *reporting* sui controlli interni delle agenzie, regole sulla gestione dei conflitti di interesse, regole in materia di tecniche di marketing e vendita, sanzioni, trasparenza, trasparenza sulle *performances* e statistiche, trasparenza sulle metodologie, sulle *assumptions* sottostanti i *ratings* rilasciati, *due diligence* di terze parti, tipologia di *training* degli analisti finanziari, etc. La SEC, quindi, in attuazione delle deleghe ricevute, ha provveduto ad adottare diversi provvedimenti normativi ed ha pubblicato diversi studi assai interessanti, la disamina dei quali, tuttavia, porterebbe questo scritto assai oltre il seminato³⁶.

Nell'Unione Europea.

Nell'UE, oltre che nei singoli stati membri, le *rating agencies* sono rimaste non regolamentate fino al 2009. Anzi molto recentemente, cioè nel 2006, la Commissione, in atti ufficiali, riaffermava come rimanesse indimostrata la necessità di regolamentare l'attività delle *rating agencies*³⁷

³⁴ Si veda il DFA laddove si precisa ad esempio alla Sezione 939 quanto segue: "*Removal of Statutory References To Credit Ratings ... Federal Deposit Insurance Act.—The Federal Deposit Insurance Act ... is amended ... by striking "credit rating entities, and other private economic" and insert "private economic, credit", by striking "Not Of Investment Grade"; by striking "not of investment grade" and inserting "that does not meet standards of credit-worthiness as established by the Corporation"*. Si veda PARMEGGIANI e SACCO GINEVRI, *Quale rating assegnare alle nuove regole sulle agenzie di rating*, in *Nuove leggi civ.*, 2012, n. 1, p. 45.

³⁵ Si veda l'intero Subtitle C, del DFA dedicato agli *Improvements to the Regulation of Credit Rating Agencies* sezioni 931 – 940, disponibile al seguente link: <http://www.sec.gov/about/laws/wallstreetreform-cpa.pdf>.

³⁶ Le disposizioni innovative dettate dalla SEC in attuazione delle deleghe del DFA, alla pagina dedicata nel sito della SEC: si veda <http://www.sec.gov/spotlight/dodd-frank/creditratingagencies.shtml>.

³⁷ Così si legge come: "*Su richiesta del Parlamento europeo, la Commissione ha esaminato accuratamente se fosse o meno necessario prevedere nuove proposte legislative al*

vista anche l'esistenza di diverse direttive comunitarie come la direttiva sugli abusi di mercato e la MIFID, destinate a trovare parziale applicazione ed idonee, unitamente all'autoregolamentazione, a disciplinare in parte la materia.

Con l'emergere della crisi finanziaria del 2008 (che aveva iniziato a manifestarsi già nell'estate del 2007) è stato invece subito chiaro come si dovesse – in realtà urgentemente – provvedere a disciplinare l'attività delle *rating agencies*, per cercare di porre rimedio alle carenze riscontrate. Pertanto, con netta inversione di tendenza, nel 2009 si è adottato un primo Regolamento n. 1060/2009, successivamente modificato dal Regolamento n. 513/2011 integrato poi dal Regolamento Delegato n. 272/2012. Questi primissimi provvedimenti normativi sono stati poi integrati con numerosi altri provvedimenti successivi³⁸. Infine, il 16 Gennaio 2013 è stato adottato un ulteriore rilevante provvedimento normativo, cioè la Risoluzione del Parlamento Europeo prodromica rispetto all'adozione poi avvenuta il 21 Maggio 2013 del Regolamento n. 462/2013 di modifica del citato Regolamento n. 1060/2009, che risulta reperibile *on line*³⁹.

fine di regolamentare le attività delle agenzie di rating. La sua conclusione è che attualmente non è necessaria alcuna nuova iniziativa legislativa. Uno dei principi fondamentali di cui alla comunicazione «Migliore regolamentazione» è che il ricorso alle soluzioni legislative debba avvenire solo quando tali soluzioni siano strettamente necessarie per il conseguimento di obiettivi politici generali. La Commissione è convinta che l'utilità di una nuova iniziativa legislativa in questo settore sia ancora da dimostrare. Nel settore dei servizi finanziari, ci sono già tre nuove direttive che si applicano alle agenzie di rating. La Commissione è convinta che queste direttive — associate all'autoregolamentazione che le agenzie svilupperanno sulla base del nuovo codice della IOSCO — forniranno una risposta a tutte le principali questioni a proposito delle quali il Parlamento europeo ha espresso preoccupazione.» Cfr. Comunicazione della Commissione sulle agenzie di rating del credito (2006/C 59/02), disponibile al seguente link: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2006:059:0002:0002:IT:pdf>.

³⁸ Si fa riferimento ai Regolamenti delegati UE n. 446, 447, 448 e 449/2012, che incidono rispettivamente sulla disciplina del contenuto e sul formato dei rapporti periodici sui dati di *rating* che le agenzie devono presentare all'ESMA; sulla valutazione della conformità delle metodologie di *rating*; sulla presentazione delle informazioni che le agenzie di *rating* del credito mettono a disposizione presso il registro centrale istituito dall'ESMA; e sulle informazioni per la registrazione e la certificazione delle agenzie di *rating* del credito.

³⁹ Si fa riferimento al Regolamento approvato il 21 maggio 2013 n. 462/2013, disponibile al seguente link: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=L:2013:146:0001:0033:IT:PDF>. Il testo del Regolamento sostanzialmente ricalca quello della Risoluzione del Parlamento Europeo del 16 gennaio 2013 us, *European Parliament legi-*

Con questi provvedimenti normativi le *rating agencies* sono adesso soggette a stringenti obblighi di registrazione ed autorizzazione, sono sottoposte alla diretta vigilanza dell'ESMA e sono sottoposte a moltissime regole di dettaglio. La legislazione introdotta quindi ha sottoposto le agenzie di *rating* ad una miriade di regole la cui analisi di dettaglio riempirebbe diverse pagine. In questa sede basterà richiamare oltre al citato obbligo di registrazione, gli obblighi di indipendenza, le regole per la gestione dei conflitti di interesse, le regole relative agli analisti ed alle persone coinvolte nell'emissione dei *rating* (ivi incluse regole per la rotazione degli analisti), sulle metodologie per il calcolo degli stessi *rating*, i modelli impiegati, i sistemi di stoccaggio in *database* dei *rating* emessi, meccanismi di remunerazione dei soggetti coinvolti nell'emissione dei *rating*, regole di trasparenza anche relativamente ai modelli e alle metodologie, trasparenza in caso di modifiche coinvolgenti i modelli di valutazione, periodicità dei *rating*, trasparenza rispetto alle modalità di comunicazione dei *rating* e molte altre ancora.

Vengono altresì affrontati, specie con il più recente provvedimento, il Regolamento del Maggio 2013, gli altri temi rimasti in sospeso ossia gli aspetti inerenti al rischio di eccessivo affidamento ai *rating* da parte dei partecipanti ai mercati finanziari, all'elevato grado di concentrazione nel mercato del *rating*, alla responsabilità civile delle agenzie di *rating* nei confronti degli investitori⁴⁰, ai conflitti d'interesse derivanti dal modello "*issuer-pays*" (pagamento da parte dell'emittente) e alla struttura azionaria delle agenzie di *rating*. Inoltre, anche le peculiarità dei *rating* sovrani, manifestatesi nel corso dell'attuale crisi del debito sovrano, vengono direttamente affrontate in maniera specifica nel quadro del più recente Regolamento sulle agenzie di *rating* del credito.

slative resolution of 16 January 2013 on the proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulation (EC) No 1060/2009 on creditrating agencies (COM(2011)0747 – C7-0420/2011 – 2011/0361(COD)), disponibile al seguente link: <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?type=TA&language=EN&reference=P7-TA-2013-12>.

⁴⁰ Sul tema della responsabilità civile delle CRA si veda tra gli altri: PERRONE, *Le agenzie di rating*, in *La Società per Azioni Oggi*, Atti del convegno internazionale di studi di Venezia, 10 Novembre 2006, in *Riv. soc.*, 2007, p. 1023 ss.; PONZANELLI, *Quando sono responsabili le agenzie di rating*, in *AGE*, n. 2, 2012, p. 441; PROSPETTI, *La possibile responsabilità civile delle società di rating: alcune riflessioni in chiave economica*, in *AGE*, n. 2, 2012, p. 455; BENEDETTELLI, *La responsabilità civile delle agenzie di rating tra conflitti di leggi e conflitti di giurisdizioni*, in *AGE*, n. 2, 2012, p. 475.

6. Un intervento normativo contraddittorio.

La percezione quindi dell'interprete delle regole, è quella che sia stato scatenato, contro le *credit rating agencies*, l'intero arsenale delle regole a suo tempo elaborate per disciplinare questioni simili e materie analoghe, impiegate in campi contigui (ad esempio la disciplina dei revisori – la rotazione) o per disciplinare operatori finanziari attivi nella prestazione dei servizi di investimento (ad esempio le procedure per la gestione dei conflitti di interesse), etc. Così sono state utilizzate le regole comuni per la gestione dei conflitti di interesse, per la soluzione di problemi di *agency*, la disciplina degli assetti proprietari, di *governance*, la rotazione delle agenzie e degli analisti etc.

Eppure, nonostante la molteplicità di regole introdotte permane il sospetto che tutta questa disciplina, introdotta d'un fiato, resti in realtà basata su un'antinomia di base, una contraddizione in termini che mina alla radice la struttura dell'intervento regolamentare. Difatti, la filosofia di questo intervento normativo sta in questo: posto che i *rating* altro non sono che valutazioni relative al merito di credito di un emittente od emissione, rese da un soggetto terzo ed indipendente ed a cui il mercato attribuisce una certa autorevolezza, da un lato si cerca di ridurre l'affidamento del mercato rispetto ai *rating* che hanno dimostrato di essere non sempre completamente affidabili, dall'altro si cerca di migliorare l'affidabilità dei *rating* stessi. Si spera così con questa manovra diciamo pure a tenaglia, di poter risolvere le problematiche generate dalle agenzie di *rating* e dal fenomeno in senso ampio.

Tuttavia, allo scrivente questa antinomia originale non pare davvero superabile. Essa appare infatti produrre risultati contrapposti che, proverbialmente, si annullano: difatti se e nella misura in cui, l'introduzione di questo complesso corpo normativo riesce nell'intento di rendere i *rating* molto più affidabili, non avrebbe davvero alcun senso pretendere che gli operatori di mercato non ci facciano affidamento. Viceversa avrebbe potuto avere senso prevedere che gli operatori di mercato non potessero fare alcun affidamento sui *rating* rilasciati dalle agenzie, se non si fosse intrapresa la strada della disciplina rigorosa dei *rating*. Insomma, non si può pretendere che si smetta di fare affidamento sui *rating* proprio ora che sono diventati più affidabili in quanto sono emessi da soggetti autorizzati e sottoposti a rigorosi controlli da parte delle autorità. Tali controlli, infatti, sono indice di qualità, anzi, il fatto stesso che i *rating* vengano adesso emessi sotto la stretta vigilanza dell'ESMA, garantisce implicitamente la qualità degli stessi, mentre la vigilanza resta responsabile dei controlli qualitativi che adesso il mercato si attende.

Quanto detto, ovviamente, deve essere preso *cum grano salis*, nel senso che, lo scrivente non ignora come in realtà il fatto che i *rating* e le agenzie siano sottoposti a un dettagliato controllo pubblicistico non sia, di per se stesso, un indice di qualità o affidabilità del sistema dei *rating* e delle agenzie. Tuttavia, un così penetrante controllo pubblicistico sulla elaborazione dei *rating* e sulla gestione ed esistenza delle agenzie di *rating*, ingenera nel pubblico, come è giusto che sia, per lo meno la percezione di avere di fronte delle realtà disciplinate e regolamentate, del cui operato, legittimamente si può fidare. E sarà parallelamente molto difficile, per la vigilanza, sottrarsi alle verifiche sul proprio operato, ogni volta che i *rating* mostrino inadeguatezze e deficienze che si trasformeranno, facilmente, in inadeguatezze e carenze dell'attività di vigilanza, come è giusto che sia.

In altri termini, avere introdotto una dettagliata disciplina per le agenzie di *rating*, rafforza anziché indebolire il ruolo che queste hanno nel sistema finanziario, dà loro un incarico, uno scopo, un lavoro da svolgere, ne legittima l'esistenza e ne disciplina il funzionamento. Tutto questo è radicalmente incompatibile con l'affermazione che progressivamente il mercato deve ridurre l'affidamento rispetto ai *rating* che sono finalmente diventati ... più affidabili.

Il dilemma originario, come correttamente evidenziato da Enriquez e Gargantini⁴¹, era quello del lascia o raddoppia, ossia di fronte alla scarsa affidabilità dei risultati prodotti dal sistema dei *rating*, si sarebbe potuto decidere di rivedere l'intero impianto e ridisegnare la filosofia del rinvio ai *rating* rimuovendo gli automatismi contenuti nelle norme che ai *rating* fanno rinvio (lasciare), ovvero raddoppiare, cioè confermando le scelte già compiute, rafforzare i vincoli sulle società di *rating*. Ha prevalso la seconda via, nettamente sulla prima⁴², anche se sono stati fatti passi anche nell'opposta direzione incominciando ad eliminare i riferimenti normativi ai *rating*. La decisione di seguire un approccio comunque ibrido, basato sul principio "*to reduce reliance on credit ratings, to improve reliability of credit ratings*", è stato assunto a chiave di volta dell'intero impianto normativo.

Ha prevalso insomma una soluzione ambivalente non del tutto coerente⁴³ ma soprattutto priva di quella logica, razionalità e linearità che

⁴¹ ENRIQUES e GARGANTINI, *Regolamentazione dei Mercati finanziari, rating e regolamentazione dei rating*, in AGE, n. 2, 2010, p. 475.

⁴². Cfr. CARRIERO, *Brevi note sulle agenzie di rating*, in Foro It., 2012, I p. 53.

⁴³ Cfr. CARRIERO, *Brevi note*, cit., p. 54, che giustamente parla di *non sequitur* logico di

ci si aspetterebbe nella regolamentazione finanziaria. I vari commenti hanno tutto sommato giudicato positivamente questa serie d'interventi normativi, che a parere di chi scrive, invece, pur essendo motivati da nobili ragioni e forse persino indispensabili, rimangono fundamentalmente contraddittori. Vero è che la decisione di seguire entrambi gli approcci normativi, oltre a mancare di coerenza, rischia di rappresentare un elemento di frizione nella disciplina finanziaria, finendo per distruggere ricchezza anziché creare efficienza. In altri termini, più i *rating* tornano a rappresentare quello che sono, ossia giudizi elaborati da analisti sul merito di credito di un dato emittente od emissione, ovvero pareri, opinioni espressi liberamente da soggetti che pur essendo esperti, sono costretti nelle loro previsioni, da limiti umani e tecnici, meno ha senso caricare queste opinioni liberamente espresse di costi di *compliance*, di procedure, di costi di supervisione e verifica da parte dei regolatori. Questi costi infatti vengono necessariamente scaricati sugli emittenti e successivamente sugli investitori⁴⁴ (modello *issuer pay*), oppure direttamente sugli investitori (modello *investors club*); si distrugge ricchezza comune se si implementano regole inutili o contraddittorie che fanno aumentare costi senza poi far conseguire al mercato dei benefici maggiori dei costi sostenuti. Quanto detto vale sia a livello aziendale ma anche a livello della collettività. A discapito di tutto quanto detto sopra, quindi, a livello normativo si è preferita la soluzione pragmatica, all'americana, che cerca di agire in entrambe le direzioni, migliorare l'affidabilità dei *rating* per diminuire poi l'affidamento del sistema sui *rating*. Un colpo al cerchio e un colpo alla botte quindi, come si dice nell'antico detto popolare, sperando insomma di ottenere quella mitologica quadratura del cerchio, che, per definizione... è impossibile.

Tornando alla valutazione d'insieme della normativa introdotta, in relazione ai risultati che ci si prefigge di raggiungere, si potranno giudicare i mezzi normativi e regolamentari utilizzati. Solo in funzione di un chiaro risultato atteso è infatti possibile valutare l'efficacia degli strumenti giuridici utilizzati. Ora, se il risultato è contraddittorio anche in parte, come

manifesta evidenza, *“come se si dicesse da un lato, che la nuova proposta serve ad accrescere la fiducia degli investitori nelle agenzie di rating, dall'altro che è comunque bene non fidarsi, in primis da parte dei regolatori”*.

⁴⁴ Sugli emittenti in quanto richiedenti il *rating*, questi devono pagare il corrispettivo all'agenzia di *rating*. Allo stesso tempo, le somme sborsate dagli emittenti non possono che gravare sugli investitori sotto forma di mancata remunerazione dei propri investimenti in capitale di rischio.

potrà essere valutata la portata e l'efficacia della riforma delle agenzie di *rating* e dei *rating* stessi?

Se da un lato dunque si critica la scelta del legislatore Comunitario di avere introdotto e potenziato, in maniera forse eccessiva, l'impalcatura normativa e di vigilanza delle agenzie di *rating*, considerato come una simile scelta comporti il rafforzamento della vigilanza sulle agenzie di *rating* stesse, che determinerà nei fatti negli investitori un maggiore affidamento nei giudizi delle agenzie, d'altro canto, è pur vero che nel Regolamento 462/2013 si prevede di procedere ad identificare ed eliminare progressivamente tutti i riferimenti normativi ai *rating* entro il 2020. Difatti si legge nel 6° considerando del Regolamento in esame che *“L'Unione sta rivedendo, in una prima fase, se i riferimenti ai rating del credito previsti nel diritto dell'Unione determinino o possano determinare un affidamento esclusivo o meccanico a tali rating del credito e, in una seconda fase, tutti i riferimenti ai rating del credito per scopi regolamentari, con l'obiettivo di eliminarli entro il 2020, a condizione che siano identificate e attuate alternative adeguate alla valutazione del rischio di credito”*. In Regolamento poi prevede anche una serie di possibili successive modifiche. Difatti, gli articoli finali dello stesso Regolamento, identificano diversi termini di scadenza per la presentazione di possibili proposte di modifica allo stesso Regolamento su diversi punti. Per cui già si sa che diverse previsioni saranno oggetto di futura modifica.

Anche in questo viene riproposto nell'UE l'approccio americano, ambivalente e pragmatico, teso anch'esso a ridurre l'affidamento e ad aumentare l'affidabilità dei *ratings*. Un approccio di emergenza, una legislazione pragmatica e non del tutto lineare, che mira però a dare risposte al bisogno di tutela emerso ampiamente nel mercato. Nel mercato USA, l'affidamento sui *ratings* era ancora maggiore, se possibile, rispetto all'UE. Interi settori di mercato (si pensi ai c.d. *money market funds*) operavano solo su strumenti con certo *rating*: l'intera industria della *securitization* non avrebbe potuto funzionare senza le agenzie di *rating* e la loro collaborazione. Negli USA la gravità della crisi giustificava interventi anche non perfettamente lineari e temporanei, miranti ad intervenire subito su diversi elementi del processo del *rating* e sulla struttura delle agenzie di *rating*. In Europa, dove pure la problematica della mancata supervisione delle agenzie di *rating* si era fatta sentire, per i diversi profili dell'emissione di *rating* diciamo pessimistici sul debito sovrano di alcuni paesi (tra cui l'Italia) si doveva trovare, replicando la soluzione USA, una soluzione di emergenza, con la quale, pur nella consapevolezza che comunque, seppure a tendere, si dovranno elimina-

re tutti i riferimenti normativi ai *rating*, si deve agire subito sulle agenzie per rendere i *rating* il più possibile affidabili.

A parere di chi scrive però, nonostante la gravità della crisi, questo atteggiamento ambivalente del legislatore, che mira a ridurre l'affidamento automatico ed acritico degli operatori di mercato rispetto ai *rating*, contemporaneamente rafforzando la qualità dei *rating*, coniugato con l'approccio temporaneo alla regolamentazione finanziaria non sono del tutto condivisibili. È vero, da un lato la gravità della crisi giustifica o pare giustificare ogni cosa. Eppure tutto quanto sopra non deve impedire agli studiosi delle norme, di sollevare obiezioni nei confronti di questo modo di fare legislazione in emergenza, senza quella coerenza e sistematicità che dovrebbero essere attribuiti propri dell'attività del legislatore, anche di quello finanziario.

7. La regolamentazione del fenomeno economico.

Ad opinione di chi scrive, poi, per poter identificare in modo preciso la direzione normativa da seguire, i principi da assumere a guida della regolamentazione finanziaria, il legislatore ed il giurista devono andare a scuola dall'economista per capire bene il senso economico del fenomeno che ci si appresta a regolare. Occorre, infatti, partire proprio l'identificazione della funzione economica svolta dai *rating* per evitare che un intervento normativo non troppo ben calibrato possa sconvolgere la stessa funzione economica dell'istituto, inserendo elementi di frizione, di natura esogena legale/regolamentare, tali da ingessare o addirittura inibirle l'emissione dei *rating* stessi⁴⁵ con effetti deleteri sul corretto funzionamento del mercato che utilizza i *rating* a torto o a ragione nell'ambito delle valutazioni di rischio degli investimenti.

In tale elaborazione occorre evidenziare alcuni assiomi regolamentari, dai quali è opportuno partire per identificare dove trovi collocamento il cartesiano dover essere in materia di *rating* e agenzie di *rating*.

In primis, deve essere ribadita l'utilità della funzione svolta dai *rating* nel mercato finanziario. In quanto espressione di una valutazione di soggetti professionali e disinteressati del rischio di credito di un dato emittente od emissione, i *rating* contribuiscono ad arricchire il *set* informativo disponibile su un determinato emittente o strumento finanzia-

⁴⁵ Si è parlato al riguardo di rating difensivi. Cfr. PERRONE, *Le agenzie*, cit., p. 1044.

rio. In quanto poi frutto di elaborazione di dati non necessariamente disponibili al mercato in senso ampio, i *rating* ulteriormente contribuiscono ad apportare al mercato analisi di elementi non immediatamente disponibili, frutto di richieste documentali ed analisi svolte da professionisti della valutazione del rischio di credito. In quanto tali i *rating* svolgono un ruolo importante e fondamentalmente utile al corretto funzionamento dei mercati finanziari che abbisognano di attingere quanto più possibile ad informazioni corrette ed aggiornate, dipendono da esse per il loro corretto funzionamento. Ogni riforma dei *rating* e delle *rating agencies*, che abbia come risultato anche indiretto, quello di sradicare o eliminare il sistema dei *rating*, o di vietare o in qualche modo limitare la libertà di valutazione delle agenzie di *rating*, rischia di svilire il lavoro svolto dalle stesse agenzie e privare il mercato di *rating* significativi, danneggiando una fonte di informativa utile ed utilizzata ampiamente dai mercati.

Al riguardo, inoltre, le eventuali riforme dirette a eliminare la possibilità per le agenzie di *rating* di accedere ad informazioni non di pubblico dominio, avrebbero poi l'immediato e diretto effetto di privare i *rating* di qualsivoglia contenuto informativo aggiuntivo rispetto al *set* informativo già disponibile al mercato, rendendoli in una parola inutili o poco utili, ovvero addirittura duplicativi: i *rating* infatti hanno un ruolo importante nel ridurre le asimmetrie informative - specie con riguardo agli emittenti di minori dimensioni e meno noti. Simili riforme ed interventi sono in una parola da scoraggiare, in quanto i *rating* cesserebbero così di svolgere quella funzione economica di arricchimento del *set* informativo che affianca quella di semplificazione cognitiva⁴⁶, entrambe importanti per il mercato finanziario, il consumatore del bene *rating* prodotto dalle agenzie stesse.

In secundis, deve essere constatata l'abnorme importanza che ai *rating* è stata riconosciuta sia dai regolatori di mezzo mondo sia dai mercati, che hanno progressivamente sopravvalutato la rilevanza dei *credit rating* stessi facendo sempre più affidamento sulle valutazioni di rischio di credito emesse dalle agenzie. Questa importanza normativa dei *rating* deve rientrare quanto prima. Di sicuro infatti non si potrà pretendere di continuare ad affidare la sostenibilità e l'equilibrio del nostro sistema finanziario ai calcoli ed alle proiezioni sui *default rate* di un pur limitato

⁴⁶ Resterebbe ai *rating* insomma solo la funzione di semplificazione cognitiva sopra esaminata.

gruppo di analisti per quanto capaci essi siano. Nessun rilievo normativo quindi dovrebbero avere le opinioni espresse dagli analisti delle agenzie di *rating* che non sono né migliori né più rilevanti di quelle espresse dagli analisti finanziari in ottica di investimenti.

Al riguardo, la normativa ed i *regulators* devono essere capaci di identificare delle alternative regolamentari⁴⁷ all'utilizzo fatto con eccessiva facilità del rinvio alle valutazioni delle agenzie di *rating*. E' chiaro a tutti come l'identificazione normativa di quelle che sono attività meno rischiose o tendenzialmente prive di rischio, genera profili di responsabilità per i *regulators*, che appaiono inaccettabili ai *regulators* stessi. Chiaramente, tuttavia, i soggetti deputati alla verifica della permanenza del capitale di vigilanza, ovvero deputati ad identificare quelle attività meno rischiose in cui possano essere investiti i c.d. *money market funds*, non potranno più pensare di tirarsi fuori dagli impicci chiamando in causa i *rating* delle agenzie. Essi dovranno fare in altri termini il loro lavoro, assumendo in proprio i rischi conseguenti, senza poter pretendere di esternalizzare le funzioni di vigilanza alle agenzie di *rating*. Ciò è naturalmente un bene, per quelli che, come lo scrivente, pensano che sia importante che le vigilanze di mezzo mondo assumano qualche responsabilità per le crisi nefaste e ricorrenti periodicamente, delle quali queste ritengono di essere sempre ed esclusivamente vittime più che con-cause.

Nell'identificazione della disciplina ottimale per le agenzie di *rating* e per i *rating*, il parallelo con la disciplina dell'analisi finanziaria, in particolare quella relativa alle raccomandazioni di investimento, è poi particolarmente calzante. Perché infatti si dovrebbe disciplinare diversamente la raccomandazione all'investimento elaborata dagli analisti finanziari, rispetto al *rating* sul merito di credito, quando la prima semmai, molto più della seconda, si presta a causare rilevanti impatti a carico degli investitori? Eppure la disciplina assai schematica e sempli-

⁴⁷ Si veda GAVRAS, *Ratings Game, in Finance and Development*, March 2012, disponibile al seguente link: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2012/03/gavras.htm>. Nell'articolo si legge come "private credit rating agencies have been thrust into providing a public function because regulators have not come up with an alternative ... A form of government failure ... This surrender of regulatory responsibility to private agencies can be considered a form of government failure because the state in effect transfers regulatory authority to private firms but retains responsibility for the overall outcome. This approach is problematic for a number of reasons... credit rating agencies aim to maximize profits and shareholder value ... they do not have the same mandate as a regulatory agency ...".

ce applicabile agli analisti finanziari e alla diffusione di studi e ricerche è in netto contrasto con la complessa disciplina con la quale, con gli anzidetti interventi normativi, sono state regolamentate le agenzie di *rating*. Quale sarebbe quindi la giustificazione di questa così marcata differenza di disciplina?

Al 5° considerando della Risoluzione del Parlamento Europeo, ora trasfusa nell'ambito dell'8° considerando al Regolamento UE n. 462/2013 approvato il 31 Maggio 2013, si sottolinea come in realtà le opinioni delle agenzie di *rating* siano diverse da quelle espresse dagli analisti finanziari. Si dice espressamente che: *“I rating del credito, a differenza delle ricerche e raccomandazioni in materia di investimenti, non sono mere opinioni in merito al valore o al prezzo di uno strumento finanziario o di un'obbligazione finanziaria. Le agenzie di rating del credito non sono semplici analisti finanziari o consulenti in materia di investimenti. I rating del credito hanno valore regolamentare per gli investitori soggetti a regolamentazione, quali gli enti creditizi, le imprese di assicurazione e altri investitori istituzionali. Benché si stiano riducendo gli incentivi all'eccessivo affidamento ai rating del credito, questi ultimi condizionano tuttora le scelte di investimento, in particolare a causa di asimmetrie informative e per obiettivi di efficienza. In un tale contesto le agenzie di rating del credito devono essere indipendenti e percepite come tali dagli operatori del mercato e le loro metodologie di rating devono essere trasparenti e percepite come tali”*.

Allo scrivente pare che questo sia invece lo snodo fondamentale di tutta la disciplina dei *rating*. Quello che distingue l'opinione degli analisti rispetto alle opinioni delle agenzie di *rating*, perché di opinioni si tratta, sarebbe quindi solo il valore regolamentare e le conseguenze normative collegate ai giudizi di *rating* emessi dalle agenzie. Tolte le conseguenze normative, i *rating* continueranno comunque ad influenzare le scelte degli investitori, ma in un modo molto più congruo e coerente rispetto a quello che i *rating* effettivamente sono, cioè opinioni di esperti sul rischio di *default* di un emittente. In questo i *rating* sono meramente di ausilio all'investitore mentre è inconcepibile che un investitore si basi unicamente o prevalentemente sul *rating* nell'assumere una decisione di investimento.

Di più, il *rating* rappresenta una misura di valutazione del rischio di credito che può essere affiancata ad altre misurazioni elaborate secondo diverse metodologie. Al riguardo, si potrebbe fare riferimento ai dati risultanti nel mercato dei derivati: ad esempio si è parlato molto di recente del mercato dei *credit default swaps*, derivati che sistematicamente valutano, con quotazioni in tempo reale, il rischio di credito di un dato

emittente od emissione⁴⁸. Inoltre il *default risk* è un rischio sistematicamente incorporato nei prezzi di mercato, per cui il prezzo stesso di uno strumento finanziario, in un mercato efficiente in cui i prezzi rispecchiano tutte le informazioni disponibili, incorpora già ogni valutazione possibile sul rischio di *default* dell'emittente. In tale situazione il rischio di default può essere estrapolato dallo stesso prezzo di mercato oltre che, come detto, dai corsi dei CDS ove disponibili, oltre che alla luce del *rating* eventualmente assegnato.

Il *rating*, quindi, è solo uno degli elementi presi in considerazione dal mercato al fine di addivenire ad una stima e misura del rischio di credito. In tale prospettiva i *rating* non sono né l'unica e neanche la più attendibile fonte da utilizzare nella misurazione del rischio di credito e dovrebbero essere utilizzati insieme a tutti gli altri indicatori disponibili, laddove fosse necessaria una compiuta valutazione del rischio di credito. Bisogna quindi lavorare per far rientrare l'importanza delle valutazioni delle *rating agencies* nell'alveo di quello che sono, ossia, pareri, sia pure di analisti esperti, basati su dati raccolti ed elaborati oltre che su valutazioni prospettiche, relativi al rischio di credito di un emittente o emissione: nulla di più, nulla di meno.

I *rating*, inoltre, non dovrebbero mai essere usati da un investitore o da un gestore come surrogato di una *due diligence* sulla bontà/utilità di un investimento. Infatti, come discusso, moltissimi sono i parametri che devono essere presi in considerazione per effettuare una scelta di investimento ed il parametro del rischio di credito o probabilità di *default* è solo uno degli elementi che possono essere tenuti in considerazione. Piuttosto che sui *rating*, nelle valutazioni di investimento sarebbe meglio fare affidamento sulle raccomandazioni degli analisti che per natura sono più complete e di ampio respiro. In questo caso, come evidente, nessun affidamento su analisi o proiezioni di terzi, potrà sostituire la valutazione propria e diretta dell'investitore che curando i propri affari, sarà *in primis* tenuto direttamente a verificare la bontà ed il merito di un investimento.

⁴⁸ Si vedano tra gli altri: SKEEL e PARTNOY, *The Promise and Perils of Credit Derivatives*, University of Cincinnati Law Review, Vol. 75, p. 1019, 2007; *U of Penn, Inst for Law & Econ Research Paper No. 06-22*; *U of Penn Law School, Public Law Working Paper No. 06-36*; *San Diego Legal Studies Paper No. 07-74*. Disponibile anche al seguente link: <http://ssrn.com/abstract=929747>; STULZ, RENE M., *Credit Default Swaps and the Credit Crisis (September 18, 2009)*. Charles A. Dice Center Working Paper No. 2009-16 ;Fisher College of Business Working Paper No. 2009-03-16; ECGI - Finance Working Paper No. 264/2009. Disponibile anche al seguente link: <http://ssrn.com/abstract=1475323>.

Per fare in modo di scoraggiare ulteriormente l'affidamento privato sui *rating*, nel caso specifico poi delle gestioni, un gestore, gravato dagli obblighi del mandatario (c.d. *fiduciary duty*), non dovrebbe poter andare esente da responsabilità per il semplice fatto di avere selezionato titoli con un certo *rating*. Anzi una difesa nella quale si invocasse il *rating* favorevole degli strumenti selezionati, dovrebbe produrre l'effetto opposto, di aggravare la responsabilità dei gestori e *fiduciary* per avere costruito le proprie scelte di investimento su elementi sui quali non si doveva fare esclusivo affidamento. La normativa dovrebbe intervenire su questo snodo logico, presente pressoché in tutto il contenzioso avente ad oggetto la selezione di investimenti.

Di sicuro è pure insostenibile⁴⁹ e non proseguibile il mantenimento del collegamento tra il valore regolamentare dei *rating* e la mancanza di disciplina degli stessi⁵⁰. La soluzione preferibile, tuttavia, sarebbe forse stata quella di lavorare per rivedere il ruolo dei *rating*, eliminando da un lato e da subito qualsivoglia automatismo regolamentare, sostituendo i *rating* con combinazioni dei parametri sopra richiamati per il calcolo del rischio di credito di una controparte o di un titolo, attribuendo agli intermediari finanziari, che dovrebbero essere specialisti del calcolo dei rischi finanziari ivi incluso quello di credito, l'onere di sviluppare *policies* e metodologie adeguate al calcolo ed alla verifica delle stime effettuate. Alla vigilanza spetterebbe invece l'onere di controllare che tali valutazioni degli intermediari bancari e finanziari, rispondano a quei criteri di base di prudenza e correttezza che devono improntare l'esercizio dell'attività bancaria e finanziaria. Insomma nel dilemma tra “*to reduce reliance on rating*” e “*to make rating more reliable*”, lo scrivente sarebbe stato propenso a far prevalere la prima via, ossia quella di ridurre subito e con nettezza ogni forma di affidamento o riferimento ai *rating* fatto da normative primarie e regolamentari, rispetto alla soluzione scelta invece dai regolatori di mezzo mondo⁵¹.

⁴⁹ PRESTI, *Take*, cit., p. 27.

⁵⁰ ENRIQUES E GRAGANTINI, *Regolamentazione*, cit., p. 477.

⁵¹ In parte le soluzioni qui proposte furono anche originariamente portate avanti da Partnoy, in PARTNOY, *How and Why*, cit., p. 32, sub il paragrafo conclusivo. Nel suo scritto l'autore proponeva l'eliminazione dello status di NRSRO, in modo tale che i regulators non avrebbero potuto più fare reliance sui rating rilasciati da soggetti privati non dotati di qualifica. Una simile riforma nel 2006 non era giudicata fattibile, sopra a tutto data l'assenza di una evidente *market failure*. Pertanto l'autore proponeva metodologie regolamentari alternative, quali la sostituzione del rating con market based rating come

La disciplina dei *rating* poi avrebbe forse dovuto essere molto vicina a quella degli analisti finanziari, che pubblicano studi, ricerche o raccomandazioni di investimento. Le opinioni delle agenzie di *rating* avrebbero potuto differenziarsi dalle raccomandazioni di investimento in quanto emesse da soggetti terzi, imparziali, esperti e non coinvolti da scelte di investimento. Tuttavia l'ambito della valutazione di un *rating*, è enormemente più limitato di quello di un analista in ottica di raccomandazione dell'investimento: infatti le raccomandazioni all'investimento, rivolgendosi al mercato ed aventi ad oggetto la valutazione di moltissimi profili relativi all'emittente, all'emissione oltre che al contesto macro economico e di settore in cui questo si muove (non i più limitati calcoli probabilistici sulla percentuale di rischio di *default* di un emittente in una emissione nella finestra temporale identificata) hanno un'ampiezza ed elaborano e sintetizzano moltissime informazioni, sicuramente eccedendo di molte misure, il campo di valutazione che è proprio delle agenzie di *rating*.

Quanto detto poi non è necessariamente contraddetto dalle istanze di protezione degli investitori *retail*, che pure meritano di essere considerate. Difatti parrebbe difficilmente sostenibile che a disciplinare i *rating* similmente a come vengono disciplinate le raccomandazioni e le valutazioni degli analisti finanziari, gli investitori *retail* sarebbero direttamente pregiudicati. Alla fin fine l'investitore *retail* ai *rating* ha un accesso mediato e la sua posizione è comunque tutelata dalle norme sulla prestazione dei servizi di investimento. È vero che i giudizi delle *rating agencies* raggiungono tutti i partecipanti al mercato grazie alla diffusione degli stessi via *internet*, ivi inclusi gli investitori *retail*. Tuttavia questi non si avventurano né dovrebbero avventurarsi in investimenti finanziari guidati solo dai giudizi di *rating* anche perché sarebbe quanto meno assurdo che lo facessero, dato che l'investitore *retail* sensato dovrebbe essere attratto più dalla speranza di profitto che da una *probabilità statistica di default*. Inoltre, pur se apparentemente intuitivo, il *rating* rappresenta una grandezza, una misurazione statistica, che molto difficilmente un investitore *retail* riesce ad apprezzare. I *rating* quindi

in parte discusso in questo lavoro. Le proposte dell'autore non furono ben accolte dalla comunità finanziaria anche e sopra a tutto perché arrivavano in un momento in cui non era di immediata percezione nel sistema finanziario il rischio che si stava accumulando e Partnoy fu uno dei primi studiosi a puntare il dito contro il i pericoli collegati all'eccessiva influenza raggiunta dalle agenzie di *rating*.

non dovrebbero mai essere utilizzati dagli investitori *retail* come sostituti della consulenza, della ricerca finanziaria, del parere degli analisti, né come sostituti di quel minimo di verifica e controllo che un investitore dovrebbe fare direttamente, o tramite i soggetti dei quali si deve avvalere per operare sul mercato. Sono semmai gli intermediari a voler utilizzare i *rating* a loro discolpa ossia per vedere attenuata la loro responsabilità laddove si erano consigliati investimenti poi rivelatisi poco ortodossi... ma questa è un'altra storia.

8. I limiti degli interventi normativi.

La crisi finanziaria innescatasi nel 2008 rappresenta un'occasione fondamentale di verifica e di ripensamento della disciplina dei mercati finanziari. Tuttavia è anche importante sottolineare come, alla luce dell'approfondita conoscenza che i *regulators* hanno acquisito sui meccanismi di funzionamento dei mercati e delle interrelazioni con il mondo dei *credit rating*, sarebbe stato di primaria importanza che si fosse disegnato in questa fase un intervento normativo ben tarato, che con la massima trasparenza avesse individuato i risultati precisi che le norme mirano a conseguire, evitando di intraprendere percorsi normativi e soluzioni temporanee e contraddittorie. Come noto, infatti, nelle crisi e per uscire dalle crisi, servono regole migliori non solo e semplicemente più regole.

Eppure i governanti di mezzo mondo, anch'essi sotto pressione da parte dell'opinione pubblica, hanno finito per privilegiare la produzione di immediati interventi normativi reattivi rispetto alla crisi evidenziatasi. Mancando un chiaro accordo da un punto di vista dottrinario, su quali fossero i contorni precisi di una moderna disciplina dei *rating* e delle *rating agencies*, non potendo non fare niente, hanno optato per fare un po' di tutto. Anche loro, i politici, rispondono infatti alla legge della domanda e dell'offerta e chiaramente dovevano soddisfare le attese del loro elettorato implementando severe riforme regolamentari. All'elettorato manca poi la capacità di valutare *ex ante* la bontà di un intervento regolamentare e si soddisfa di vedere che giustizia è stata fatta e che adesso le *rating agencies* sono state regolamentate in maniera severa. Una valutazione sul merito, sulla qualità degli interventi regolamentari, è per sua natura estremamente complessa e può essere svolta solo da esperti che sono, come naturale che sia, una sparuta minoranza di elettori.

Per cui, come di norma accade, gli interventi normativi effettuati a ridosso delle crisi finanziarie scontano sempre un po' il rischio di essere

stati adottati in fretta e furia, più per ripristinare la fiducia nei mercati finanziari e nel loro corretto funzionamento, che per riorganizzare o riordinare discipline di settore che mostravano i segni del tempo. Non bisogna, quindi, fare affidamento in modo eccessivo sulle riforme introdotte di recente: si è posto mano al libro delle regole dei mercati finanziari, iniziando una nuova tappa di un percorso che dovrà proseguire.

Infine, i giuristi, con gli occhi puntati sulle norme, non dovranno dimenticare che molto dovrà fare poi il mercato per sviluppare degli antidoti operativi alle debolezze evidenziate nelle regole e nel *modus operandi* del mercato stesso. Sarà comunque opportuno ricordare come, rispetto alle criticità emerse nell'ambito dei *rating* le riforme regolamentari hanno anche rilevanti limiti operativi. Ad esempio, permane comunque il rischio di imperfezione dei modelli di valutazione dei rischi non pare possa essere eliminato mediante un intervento normativo. Le norme in ogni caso possono sanzionare l'operato di chi dei *rating*, a torto o a ragione, si è fidato troppo: esse possono puntare l'indice verso un rapporto equilibrato tra investitori, strutturatori, il mercato e le agenzie di *rating* ed i loro prodotti. La legge, tuttavia, non può fisiologicamente imporre ai mercati atteggiamenti virtuosi o razionali, i mercati in fondo, devono trovare i loro equilibri, nella cornice della legge. Non bisogna quindi attendersi troppo dalle riforme finanziarie, nemmeno di quelle relative ai *rating* ed alle agenzie di *rating*. Bisogna, invece, attendersi e pretendere molto dagli operatori di mercato, che sanno bene entro quali limiti fare *reliance* o meno su elementi esterni all'atto di operare scelte di investimento.

9. Quale futuro per la finanza dei rating?

Arriviamo forse a questo punto al cuore della disciplina dei *rating*. I *rating* servono prevalentemente a soggetti che non hanno le capacità, il tempo o le risorse per calcolarsi direttamente il rischio di *default* di un emittente o di una emissione. Eppure questi soggetti, che non hanno le capacità e non vogliono investire le risorse necessarie per sapersi calcolare i rischi connessi agli strumenti finanziari in cui investono, vogliono comunque potersi rivolgere al mercato e hanno diritto ad essere tutelati dalle regole del mercato stesso.

Questi soggetti scarsamente sofisticati, tuttavia, non dovrebbero utilizzare i *rating* nell'effettuare scelte di investimento, se non in via del tutto residuale, in quanto i *rating* forniscono un'informazione assolutamente parziale e limitata alla misurazione del rischio di *default* di un emittente

o emissione. Nel caso poi della finanza strutturata, i soggetti non sofisticati, non dovrebbero avventurarsi in acquisti di strumenti troppo complessi, difficili da valutare e monitorare, che in effetti non capiscono e che non sono in grado di gestire correttamente. Specificamente i soggetti non sofisticati non dovrebbero comunque mai affidarsi ai *rating* attribuiti a questi strumenti dalle agenzie di *rating* poiché questi indicatori, da soli, non sono idonei a supportare una decisione di investimento.

In effetti, forse, di fronte al fatto che investitori non sofisticati, periodicamente, si rivolgano alla finanza strutturata per migliorare i rendimenti dei propri investimenti, sarebbe il caso di domandarsi se abbia davvero senso che questi investitori scarsamente equipaggiati per intraprendere scelte di investimento sufficientemente consapevoli, debbano veramente essere messi in condizione di operare con una parvenza di trasparenza e di tutela. Una parvenza di tutela, appunto, rappresentata dal libero accesso ad informazioni e misurazioni del rischio di credito parziali e selettive, comunque effettuate da terzi ed inadatte a sopperire a quel bisogno di conoscenza che sta alla base di consapevoli scelte di investimento. Ciò perché i *rating* danno appunto un'informazione talmente selettiva da non poter essere praticamente utilizzabili se non come elemento di valutazione totalmente secondario, corollario rispetto ad una decisione di investimento che deve considerare moltissime altre variabili.

La questione se si possa lasciare che investitori impreparati si rivolgano al mercato degli strumenti di rischio, è assai annosa e dibattuta. Nel caso della finanza strutturata si tratta poi di strumenti ad 'alto' rischio, rispetto ai quali la trasparenza, proprio a causa della complessità delle strutture oltre che dei sottostanti, è sicuramente meno efficace. La dottrina tradizionale e tutta la disciplina finanziaria sono basati sul principio della trasparenza: la trasparenza fornita dagli emittenti consente la creazione di un mercato efficiente e libero degli strumenti finanziari circolanti. Tutti gli investitori sono informati in dettaglio delle strutture e dei sottostanti specifici di un dato strumento finanziario per cui un investitore informato si assume i rischi dei propri investimento: insomma, uomo avvisato...

Tuttavia, come noto, la trasparenza, non dispiega sempre ed automaticamente i suoi positivi effetti, specie laddove, a causa della complessità delle strutture, la comprensione della struttura e del relativo sottostante resta, anche dopo la *disclosure*, appannaggio di pochi investitori sofisticati. Devono, quindi, essere inseriti integratori specifici della disciplina legislativa sulla circolazione dei prodotti strutturati, che possano coadiuvare la trasparenza, come ad esempio stringenti regole di adeguatezza e appropriatezza, limitazioni ad operare per particolari tipologie di in-

vestitori, i.e. fondi pensione e similari, obblighi di *due diligence* per gli *asset manager* ed in generale regole che consentano l'attivarsi di azioni di responsabilità civile a carico di tutti i soggetti che sono stati coinvolti, a vario titolo, nell'emissione o costruzione di prodotti complessi, per le responsabilità che questi possano avere avuto nelle varie fasi del processo. Insomma il principio ordinatore in materia, in un ordinamento basato sul libero mercato, non può che restare quello del *caveat emptor*, che può dispiegare favorevoli effetti solo se assistito dalla trasparenza e da *par condicio* di accesso alle informazioni, ma che deve essere, specie nel campo della finanza strutturata, coadiuvato da specifiche regole come visto, di adeguatezza, appropriatezza, norme di divieto o limitazioni all'investimento per particolari tipi di investitori e regole di responsabilità civile.

I *rating* poi, come ampiamente discusso, svolgono una funzione di trasparenza molto limitata, sostanzialmente cosmetica, in quanto hanno natura parziale e contribuiscono solo alla misurazione del rischio di credito di un emittente o emissione, grandezze meramente laterali rispetto alla decisione di investimento. I *rating* quindi non possono essere da soli sufficienti ad integrare le carenze delle regole basate sulla trasparenza.

La verità forse, l'altra verità, è che il mercato finanziario sempre più deve gestire e digerire immense quantità di rischi, dopo averle frazionate e sminuzzate adeguatamente. La riflessione forse dovrebbe indirizzarsi piuttosto sulle ragioni che determinano la creazione di questi immensi rischi prima ancora che sulle modalità per la gestione il frazionamento e la vendita degli stessi. I mutui *subprime* americani, insomma, furono erogati senza alcun controllo per finanziare l'acquisto di immobili da parte di soggetti che non potevano permettersi in alcun modo di rimborsare i crediti assunti. Questi mutui hanno generato un'esposizione enorme a carico del sistema bancario, che doveva essere riciclata ed ammortizzata in tutto il sistema finanziario. La generazione di questi rischi poi deve essere sottoposta ad idoneo ed approfondito scrutinio: mette davvero conto sconfiggere l'intero sistema finanziario per consentire a quei creditori *subprime* americani di poter risiedere in una casa molto più bella di quanto potevano permettersi? L'accumulo di rischi rilevanti nel sistema finanziario dovrebbe essere monitorato *ab origine* prima ancora che si manifestino i sintomi di una 'indigestione' di rischi che il sistema non riesce più a gestire.

Infine, una volta generati, questi enormi rischi devono poter essere venduti a qualche compratore che li inserisca in portafoglio (possibilmente) diversificando le proprie esposizioni per evitare che si accumulino sacche significative di rischi che possano avere rilevanze sistemiche.

Insomma, detto in modo molto semplice, qualcuno, questi rischi, se li dovrà comprare. Solo così rischi tanto grandi potranno essere assorbiti dal sistema finanziario. Tuttavia questo implica che un sempre maggiore numero di investitori, poco importa se dotati degli strumenti necessari per accuratamente valutare variabili importanti collegate alle loro scelte di investimento, vengono lasciati operare affidandosi magari, fondamentalmente solo ai *rating*. Di conseguenza, sorge il dubbio allo scrivente che i *rating*, nella versione potenziata dalle riforme di settore, siano stati rafforzati nella loro affidabilità proprio per continuare a svolgere questa funzione di supplenza rispetto alle carenze di struttura dei compratori di rischio. Eppure la crisi finanziaria da ultimo scatenatasi ha proprio ribadito, l'inefficienza di questi processi nei quali il compratore, ma anche lo strutturatore, la banca *arranger* e in fondo tutto il sistema del frazionamento e della redistribuzione dei rischi finanziari si affidi e si fidi delle analisi fatte da terzi indipendenti ed irresponsabili ossia di consulenti strutturatori e dei *rating*. L'antidoto forse sarebbe proprio quello di tornare a fare le valutazioni di rischio in proprio, ossia prendendo alla lettera il principio *caveat emptor*, senza pretendere di poter fare affidamento su valutazioni che affidabili non sono.

Di fatto inoltre i *rating* rischiano di essere utilizzati come surrogati *low cost* delle raccomandazioni di investimento degli analisti finanziari, pretendendo di essere, come peraltro dice la stessa Commissione, un qualche cosa di più rispetto alle semplici opinioni degli analisti. Ma i *rating* sono elaborati da analisti e sono opinioni di analisti, per quanto bravi e specializzati che siano! Le loro opinioni sul rischio di credito, elaborate con strumenti statistici applicati a proiezioni e studi di settore, sono meno ambiziose di quelle elaborate in ottica di investimento, essendo limitate al profilo del rischio di credito, uno solo dei tanti elementi che devono essere considerati nella decisione di investimento. Semmai, le cose dovrebbero stare a contrario, ossia, le opinioni degli analisti di investimento dovrebbero avere una maggiore rilevanza rispetto a quelle, più limitate, e poco utilizzabili delle agenzie di *rating*. Siccome le opinioni degli analisti tuttavia hanno un costo e non sono distribuite gratuitamente, i *rating* rischiano di diventare progressivamente un'alternativa a basso costo alle raccomandazioni di investimento, insomma delle indirette raccomandazioni di investimento ampiamente disponibili nel mercato.

Rileva poi ribadire come, mentre il sistema bancario, nell'ambito dell'istruttoria per la concessione di un finanziamento, ha accesso a ogni informazione ritenuta essenziale per valutare il merito di credito di un emittente, il mercato finanziario deve invece poter fare affidamento sull'informativa diffusa al pubblico dall'emittente, sull'affidamento già

garantitogli da altri investitori, sui prezzi di mercato di tali affidamenti (in termini di interesse). Con i *rating*, quindi, si cerca di ampliare il *set* informativo disponibile al mercato, rendendo di pubblico dominio le valutazioni delle agenzie in termini di *rating*. Tuttavia, tali valutazioni sono enormemente inferiori da un punto di vista qualitativo rispetto a quelle che una banca potrebbe fare in sede di istruttoria per la concessione di un prestito. Di fatto, quindi, con lo spostarsi della funzione creditizia verso i mercati finanziari, la decisione sul merito di credito si sta progressivamente spostando verso il mercato e la funzione economica di valutazione del rischio ed esercizio del credito viene svolta da una molteplicità di operatori finanziari, dal mercato, sulla base di queste valutazioni sintetiche e sommarie. La recente crisi ha dimostrato che lo spostamento verso il mercato delle funzioni bancarie, rischia in parte di creare delle pericolose sacche di accumulo di rischio sistemico. Metterebbe forse conto alla luce di quanto visto, che si tornasse parzialmente indietro e che le banche si riappropriassero almeno in parte di quelle funzioni specialistiche che si erano sviluppate in seno alle stesse, in virtù delle grandi competenze tecniche da queste espresse e della superiorità dei giudizi elaborati da esperti, dediti a questa unica attività, in grado di effettuare un'accurata e specifica *due diligence* sugli emittenti e sulle emissioni. Solo un'accurata *due diligence*, infatti, potrà rappresentare un antidoto, almeno in parte, a quella ciclicità dei periodi di bolla e di crisi, che recentemente hanno espresso chiaramente le capacità distruttive, un antidoto, a quella *irrational exuberance* che abbiamo visto.

Inoltre, si rileva come negli USA, il Dodd Frank Act ha eliminato l'esenzione delle agenzie di *rating* dalla *Regulation FD*⁵². Infatti, prima della riforma le agenzie di *rating* potevano elaborare i propri *rating* anche sulla base di informazioni non pubbliche, in quanto la *disclosure* di "*non public material information*" non violava gli obblighi di *fair disclosure* in quanto le società di *rating* non erano considerate equivalenti al pubblico o agli analisti. Oggi invece è stata abrogato questo trattamento speciale concesso alle agenzie di *rating* e le stesse devono elaborare i loro *rating* basandosi unicamente su informazioni di pubblico domi-

⁵² Si veda la sezione 939 del DFA che prevede l'eliminazione dell'esenzione per le rating agencies dalla disciplina sulla *disclosure*. La sezione 939B del DFA prevede che si proceda all': "*elimination of exemption from fair disclosure rule ... the Securities Exchange Commission shall revise Regulation FD ... to remove from such regulation the exemption for entities whose primary business is the issuance of credit ratings*".

nio. Nell'UE, invece, i *rating* possono ancora essere elaborati attingendo a informazioni non pubbliche. Il *rating* stesso poi, rappresentando un elemento informativo aggiuntivo, rappresenta esso stesso una *price sensitive* information e deve essere reso pubblico seguendo le regole sulla *disclosure* delle informazioni *price sensitive*. *Rating* basati solo su informazioni di pubblico dominio ulteriormente si avvicinano alle elaborazioni degli analisti finanziari non avendo nulla da aggiungere al *set* informativo esistente: si perde ulteriormente ed evapora un importante elemento aggiuntivo che i *rating* potevano convogliare nei mercati.

L'introduzione della previsione della responsabilità civile per le agenzie di *rating* che abbiano operato con dolo o colpa grave rischia poi di spazzare via le stesse agenzie di *rating*. Se da un lato infatti, in termini puramente teorici, non sembra corretto che le *rating agencies* possano estrarre un lucro da un'attività senza poi essere responsabili dei danni eventualmente causati, dall'altro lato, rendere le agenzie di *rating* responsabili per danni generati dalla propria attività rischia di alterare gli *economics* della stessa attività rendendola eccessivamente onerosa. Difatti, una volta considerata l'esposizione generata dall'emissione di un *rating*, se la *rating agency* dovesse assicurarsi dai relativi rischi di contenzioso e dalle richieste di danno, il costo stesso dell'emissione di un *rating* diventerebbe proibitivo. Rendere le *rating agencies* responsabili civilmente dei danni causati eventualmente rischia nei fatti di cancellare l'esistenza stessa dei *credit rating* ossia di "*regulate rating agencies out of existence*". Parallelamente, non sarebbe neanche possibile acquistare un'assicurazione dal rischio di contenzioso relativo al *rating* al *downgrading* di un emittente stato sovrano, per cui considerare le agenzie responsabili dei danni ad uno stato causati da un abbassamento dei *rating* equivale a vietare alle *rating agencies* di rilasciare tali *rating*, o a costringerle ad operare da giurisdizioni più favorevoli. Sarebbe stato al riguardo preferibile introdurre un diverso rimedio, magari di tipo sanzionatorio anziché risarcitorio, oppure si sarebbe dovuto limitare il risarcimento dei danni magari, entro il limite delle commissioni generate dal *rating* di un certo prodotto, fatta salva l'applicazione di sanzioni. In ogni caso la previsione della responsabilità civile per le agenzie di *rating* implicitamente sancisce la differenza tra le opinioni degli analisti da quelle delle agenzie stesse, in quanto solo queste ultime sono capaci di generare danni a carico degli investitori⁵³.

⁵³ Si veda ancora CARRIERO, *Brevi note sulle agenzie di rating*, il *Foro It.*, 2012, I p. 53.

Nei fatti, l'aver inserito la possibilità di ritenere responsabili civilmente le agenzie di *rating* ha già prodotto negli USA cause miliardarie per valori che superano ampiamente la capacità di generare utili delle stesse agenzie di *rating*. In pratica pendono adesso giudizi dai quali verrà a dipendere l'esistenza stessa delle agenzie di *rating*. Insomma proprio questa riforma regolamentare, rischia di trasformarsi, per le *rating agencies* una vera e propria condanna all'oblio oppure, nel migliore dei casi, in uno strumento di minaccia tale da garantire ai governi di mezzo mondo, *rating* benevoli motivati dal timore di subire cause per danni promosse dagli stessi governi, mirate ad ottenere il risarcimento di un immane presunto danno erariale. Il che dimostra ulteriormente che a fare interventi legislativi non del tutto lineari né ben calibrati si rischia in realtà di fare più male che bene, compromettendo proprio quello svolgimento della funzione economica che invece era ben meritevole di tutela e che doveva essere salvaguardata.

Il legislatore in questo caso non sembra aver dato ascolto all'economista.

RAFFAELE SCALCIONE