

## **Mercati finanziari, società di rating, autorità ed organismi di certificazione\*** di Laura Ammannati

SOMMARIO: 1. L'informazione come strumento di regolazione: dalla certezza alla fiducia. - 2. Le agenzie di rating. - 3. Il ruolo del rating e la "domanda di rating" da parte dei regolatori. - 4. La regolazione del rating. - 5. Osservazioni finali .

### **1. L'informazione come strumento di regolazione: dalla certezza alla fiducia**

I mercati, e non solo quelli finanziari, così come una gran parte delle relazioni economiche e della vita quotidiana sono caratterizzati da carenze di informazione. Le relazioni tra soggetti e operatori presenti su mercati aperti, complessi e talvolta globali sono caratterizzate da forti elementi di incertezza in gran parte prodotta da insufficiente informazione. E' noto che una informazione adeguata rappresenta una condizione necessaria per compiere scelte o mettere in atto comportamenti economici razionali.

La condizione di asimmetria informativa è generalmente ritenuta uno dei fondamentali e classici motivi di ricorso alla regolazione da parte delle istituzioni. Il *gap* informativo può essere ridotto con il ricorso a meccanismi di regolazione finalizzati a produrre certezze oppure, meglio sarebbe dire, a ridurre l'incertezza e l'insicurezza così come i costi di transazione nel reperimento delle informazioni necessarie da parte del singolo o di gruppi economici o sociali.

La risposta regolatoria tipica è rappresentata dalla *mandatory disclosure* e dalla correlata attribuzione di competenze di *enforcement* al regolatore<sup>1</sup>. Si pensi ad interventi tra loro diversi, da quelli di *labelling* di beni e prodotti alle misure di trasparenza introdotte nelle relazioni tra operatori e risparmiatori/investitori sui mercati finanziari.

Certamente sul mercato finanziario i problemi informativi appena accennati appaiono declinati in modo particolare. Già a prima vista è chiaro che la soluzione dei problemi informativi e la creazione di un mercato finanziario informato non può essere ricondotta principalmente alla azione degli investitori soprattutto a causa di costi troppo elevati di ricerca e per le gravi difficoltà di coordinamento. Ma non può essere neppure del tutto affidata all'azione volontaria degli emittenti che non garantiscono soluzioni efficienti e possono riprodurre analoghe situazioni di asimmetria riguardanti l'esattezza della informazione divulgata.

In considerazione di questi comportamenti, come appena ricordato, uno strumento cui fare ricorso può essere quello della "divulgazione obbligatoria", cioè imposta dal regolatore che, come parte estranea alla transazione, non dovrebbe avere di per sé interessi in conflitto con la diffusione di una informazione esaustiva e di buona qualità.

---

\* Relazione presentata al convegno AIDA-IFLA, "Controlli, Certificazioni, Responsabilità tra pubblico e privato, tra domestico e globale" (Viterbo, 2 - 3 dicembre 2011).

<sup>1</sup> V. a questo proposito la trattazione 'classica' di A. OGUS, *Regulation: Legal Form and Economic Theory*, Hart Publishing, Oxford and Portland, 1994, 121 ss.

Tuttavia questo tipo di regolazione presenta alcuni limiti ben presenti alla teoria economica. Tra questi possiamo ricordare innanzitutto il necessario equilibrio che il regolatore deve prendere in considerazione tra bisogno di informazione dell'investitore ed esigenze di tutela dell'emittente. Inoltre la constatazione che una esorbitante richiesta di informazione può avere come esito una informazione incompleta o una violazione degli obblighi nel caso in cui la connessa sanzione sia di scarsa rilevanza ed ancora che una pesante azione di intrusione sul mercato può avvantaggiare alcuni soggetti a scapito di altri.

Così laddove il regolatore non è in grado di dare una risposta efficiente ai problemi informativi, è possibile che un soggetto terzo diverso dalle parti della transazione possa intervenire a ridurre il *gap* informativo.

In considerazione di questo obiettivo fin dagli anni 90 la letteratura statunitense aveva aperto una riflessione su un meccanismo di *governance* dei mercati volto a facilitare le transazioni attraverso indicazioni dirette a ridurre l'incertezza. Il modello cui si fa qui riferimento è quello dei "Gatekeepers" o dei "Reputational Intermediaries". I due termini possono, in linea generale, essere considerati sinonimi. Tuttavia nella prima definizione è più evidente la funzione di condizionamento dell'accesso al mercato, mentre nella seconda sono evidenziati i caratteri che fanno di questi soggetti attori sofisticati e affidabili nel mercato<sup>2</sup>.

Questi particolari soggetti sono stati definiti anche "intermediari informativi" o "infomediary", nome coniato negli anni 90 negli USA e molto usato per indicare i soggetti che forniscono servizi informativi nel mercato finanziario<sup>3</sup>.

Tale categoria di intermediari gode di una particolare autorevolezza in particolare per due motivi: innanzitutto, sono ritenuti soggetti altamente sofisticati e quindi capaci di dare informazioni di elevata qualità; in secondo luogo, sono pagati per il servizio offerto e la loro permanenza sul mercato finanziario così come la continuità della loro attività dipende dalla qualità del servizio fornito e dalla correttezza del comportamento. A partire da questi elementi si possono segnalare alcuni esempi sui quali una buona parte della letteratura in materia si è soffermata<sup>4</sup>: da una parte, le banche di investimento che sottoscrivono un titolo per poi collocarlo sul mercato ad un prezzo ritenuto appropriato e la quantificazione avviene attraverso complesse e sofisticate analisi;

<sup>2</sup> Sul tema v. in particolare lo scritto di J. C. COFFEE, *The Acquiescent Gatekeeper: Reputational Intermediaries, Auditor Independence and the Governance of Accounting*, (maggio 2001), Columbia L. & E. WP No. 191, in <http://ssrn.com/abstract=270944>, e il volume *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*, OUP, 2006. Più in generale per un quadro del dibattito in materia v. G. FERRARINI – P. GIUDICI, *I revisori e la teoria dei gatekeepers*, in *Nuove prospettive della tutela del risparmio*, Giuffrè, Milano, 2006, p. 130 ss.. Più in dettaglio sulla regolazione dei *gatekeeper* e sui correlati profili di responsabilità civile, v. P. GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, Milano, Giuffrè, 2008, cap. IV, e in partic. la Sez. VIII sulle Agenzie di rating.

<sup>3</sup> Il termine fu coniato da J. NAGEL, *The Coming Battle for Customer Information*, in *Harvard Business Review*, 1996.

<sup>4</sup> Sul tema v. A. TUCK, *Multiple Gatekeepers*, Harvard, John M. Olin Center for law, economics, and business, Discussion Paper No. 33, 3/2010, in <http://ssrn.com/abstract=1577405>, dove l'autore afferma che "In the context of business transactions, gatekeepers are lawyers, investment bankers, accountants and other actors with the capacity to monitor and control the disclosure decisions of their clients – and thereby to deter corporate securities fraud". Ed inoltre v. F. PARTNOY, *Overdependence on Credit Ratings was a Primary Cause of the Crisis*, San Diego Legal Studies Paper No. 09-015 (2009), in <http://ssrn.com/abstract=1430653>, che riassume le cause della nascita degli intermediari informativi e sostiene che "information intermediaries have arisen because of information asymmetry between buyers and sellers, particularly in markets where sellers have superior information but cannot costlessly convey this information to buyers. If buyers are economically rational, prices in a market with information asymmetry will reflect the average quality of a product, and sellers with superior products will bear the cost of the information asymmetry. Consequently, sellers in such a market will have an incentive to disclose the superior nature of their product so that they can receive the highest price. In financial markets, to the extent that sellers cannot credibly make such disclosures, there are incentives for information intermediaries to play this role".

dall'altra, le società di revisione contabile che fondano la loro reputazione garantendo l'attendibilità della situazione finanziaria dell'emittente come risulta dalle scritture contabili. Una terza tipologia, peraltro talvolta controversa, è rappresentata dalle agenzie di rating la cui funzione principale consiste nell'analisi del merito di credito degli emittenti di titoli di debito (privati o pubblici) per valutarne il livello di rischio. Il *rating* rappresenta quindi uno strumento informativo a disposizione dell'investitore per valutare il rischio di credito.

Come per gli altri intermediari, anche per le Agenzie di rating entra in gioco l'elemento della reputazione che deve essere posta a garanzia della qualità dell'informazione offerta al mercato. Gli effetti reputazionali del proprio comportamento sono rilevanti quando il soggetto opera con continuità sul mercato e, laddove fornisca prestazioni inadeguate, sarebbe sanzionato dallo stesso mercato<sup>5</sup>. Non dobbiamo dimenticare che la gravità dei più recenti fallimenti nel settore finanziario hanno messo in crisi le certezze relative a questo modello e hanno indotto la letteratura americana a ridiscutere la posizione di questi soggetti e i meccanismi tradizionalmente indicati come fondamento della loro credibilità.

In più l'esperienza dei mercati finanziari mostra come il comportamento dei soggetti di mercato non si struttura sempre in condizioni di valutazione razionale delle informazioni a loro destinate<sup>6</sup>. Infatti i mercati, e quelli finanziari al massimo grado, evidenziano forti elementi di irrazionalità che si condensano in un generalizzato atteggiamento di sfiducia nel corretto funzionamento del mercato stesso. A questo proposito è il caso di ricordare come il dibattito da tempo aperto nell'area delle scienze sociali, giuridiche ed economiche sul tema del "rischio" e della sua possibile regolazione suggerisca che la necessità di prendere decisioni in condizioni di rischio sconta spesso l'impossibilità o l'incapacità di certezze riguardo il comportamento degli altri soggetti di mercato. Quindi il meccanismo della fiducia spesso sostituisce le complesse attività di valutazione delle informazioni come momento propedeutico alla assunzione di decisioni per il futuro<sup>7</sup>.

In queste circostanze il rating, in quanto espresso in forma semplice e immediatamente percepibile<sup>8</sup>, ha in parte modificato il suo valore sul mercato proprio grazie alla fiducia che i meccanismi reputazionali consentivano di far crescere di contro alle incertezze del mercato. Quindi il rating ha iniziato a svolgere principalmente un ruolo di propagatore di fiducia sistemica<sup>9</sup>. E questo è accaduto soprattutto in quelle aree dove la regolazione era più debole o dove i

<sup>5</sup> Sui "*reputational systems*" e la loro funzione di aggregazione e disseminazione dell'informazione ai consumatori dell'informazione stessa, v. E. GOLDMAN, *The Regulation of Reputational Information*, (TechFreedom, Washington, D.C., 2010), Santa Clara Univ. Legal Studies Research, Paper No. 1754628, in SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1754628>, 293 ss. Su questi temi, v. di recente il lavoro di A. BENEDETTI, *Certezza pubblica e "certezze" private. Profili pubblici e certificazioni di mercato*, Giuffrè, Milano, 2010, ed in particolare p. 32 ss. e 73 ss.

<sup>6</sup> Anche se declinata in un diverso contesto, sul rilievo che sta assumendo la *behavioural economics* per valutare il comportamento dei soggetti sui mercati e per mettere in atto strumenti di regolazione adeguati ad influenzare i comportamenti, v. di recente N. RANGONE, *Il contributo dell'economia comportamentale alla qualità delle regole*, MCR, 1/2012 (in corso di pubblicazione).

<sup>7</sup> Sul rapporto tra "diritto del rischio" e certezza v. la relazione di F. DI PORTO, *Regolazione del rischio, informazione e certezza giuridica*, presentata al convegno "Controlli, certificazioni, responsabilità. Tra pubblico e privato, tra domestico e globale" organizzato dall'Associazione Italiana di Diritto Alimentare presso l'Università della Tuscia, Viterbo 2-3 Dicembre 2011, ora pubblicato in questa rivista, 4/2011.

<sup>8</sup> Proprio Moody's ancora nel 2010 ha sostenuto che l'obiettivo del rating è "*to provide investors with a simple system of gradation by which relative creditworthiness of Securities may be noted...*" (MOODY'S, *Ratings Definitions*, in <http://v3.moody's.com/ratings-process/Ratings-Definitions/002002>).

<sup>9</sup> G.A. AKERLOF E R.J. SHILLER, *Animal Spirits*, Princeton Univ. Press, Princeton and Oxford, 2009; trad. it., *Spiriti animali*, Rizzoli, 2009, 25 ss.

procedimenti di regolazione autorizzavano le agenzie a fornire un rating con valore per così dire normativo per la disciplina del mercato<sup>10</sup>.

## 2. Le agenzie di rating

Le agenzie di rating nascono all'inizio dello scorso secolo. Basti ricordare, con riguardo alle prime tre più note, che John Moody creò la prima agenzia nel 1909 e nel 1916 fu creata la Poor Company cioè l'antenata di Standard and Poor's; circa un decennio dopo nel 1924 Fitch iniziava la sua attività<sup>11</sup>. La loro importanza è cresciuta nel tempo e nonostante alcuni importanti *default*, a cominciare dagli anni 70, indussero a puntare i riflettori sulla affidabilità dei rating emessi sugli strumenti del debito, l'enorme potere delle agenzie sui mercati finanziari non è mai stato messo realmente in discussione<sup>12</sup>.

La posizione acquisita nel tempo dalle agenzie ha portato ad un incremento significativo del tipo delle attività che vengono fornite e che ormai includono *pre-rating assessment* o talvolta una partecipazione dell'agenzia nella costruzione del prodotto sul quale sarà poi emesso il rating. Tuttavia un mutamento radicale della loro struttura economica è il portato di un sostanziale ribaltamento del modello iniziale che prevedeva il pagamento della prestazione da parte degli investitori. Questo è stato sostituito dal modello attuale, il cd *issuer paid model*, dove è lo stesso emittente a pagare la prestazione. Questa trasformazione è cruciale dal momento che una delle più diffuse tipologie di rating è proprio l' "*issuer rating*", cioè il rating correlato alla capacità e alla stabilità finanziaria dell'emittente<sup>13</sup>.

Cercando di rispondere alla domanda posta più volte "*How much money do Rating Agencies make?*", la gran parte dei commentatori ha riconosciuto che l'*issuer paid model* su cui è costruita l'attività delle Agenzie ha in sé un inevitabile conflitto di interessi e può tradursi automaticamente in rating meno affidabili per gli investitori. A questo proposito sono note alcune condotte opportunistiche che hanno ulteriormente aggravato il conflitto di interessi. Si tratta talvolta di presentazioni anticipate (pagate dal cliente) dei modelli di valutazione che saranno adottati per la definizione del rating e del possibile conseguente risultato cosicché l'emittente possa eventualmente mettere in campo contromisure finalizzate alla manipolazione dello stesso modello oppure gli stessi emittenti utilizzano lo strumento di commissionare in via confidenziale l'elaborazione di più rating e scegliere poi di divulgare il più alto.

Pesanti conflitti di interessi sono presenti anche riguardo alla proprietà in quanto nell'azionariato delle agenzie (e non solo di una) si ritrovano, ad esempio, molti importanti gestori

---

<sup>10</sup> I punti più significativi della regolazione avente ad oggetto le agenzie di rating così come si è sviluppata negli Stati Uniti e nell'ordinamento comunitario sono illustrati da F. PARMEGGIANI, *La regolazione delle agenzie di rating tra tentativi incompiuti e prospettive future*, in *Giurispr. Comm.*, 2010,1, 1 -34 e cfr. la bibliografia ivi citata.

<sup>11</sup> Una ricostruzione delle origini, tra le altre, in F. DITTRICH, *The Credit Rating Industry: Competition and Regulation* (Inauguraldissertation zur Erlangung des Doktorgrades der Wirtschafts- und Sozialwissenschaftlichen Fakultät der Universität zu Köln) 2007, in <http://ssrn.com/abstract=991821>, 16 ss.; e G. FERRI – P. LACITIGNOLA, *Le agenzie di rating*, Il Mulino, Bologna, 2009, 19 ss.

<sup>12</sup> C. A. HILL, *Regulating the Rating Agencies*, Business, Georgetown University Law Center Economics and Regulatory Policy Working Paper No. 452022 (2004), in <http://ssrn.com/abstract=452022>, 5 ss.

<sup>13</sup> Le tipologie di rating possono essere in sintesi due. Analoga a quella appena citata è la tipologia correlata alla capacità dell'emittente è il cd "*sovereign rating*" caratterizzato dal fatto che l'emittente è uno stato; la seconda importante tipologia è l' "*instrument rating*" per cui il giudizio è dato sulla singola emissione di strumenti finanziari

di fondi di investimento e alcune tra le più importanti banche d'affari. Sono tra l'altro costanti e forti gli intrecci azionari anche tra queste due categorie di operatori.

Altra caratteristica rilevante del sistema è rappresentata dalla struttura del mercato caratterizzato da una concorrenza limitata e da un elevato potere di mercato degli *incumbent*<sup>14</sup>. In breve è utile ricordare come ciò sia riconducibile ai caratteri specifici di questo mercato in cui, da una parte, rileva la reputazione generalmente riconosciuta ai soggetti di più antica tradizione e, dall'altra, sono presenti economie di scala che favoriscono i soggetti di maggior dimensione. Inoltre una rilevante barriera all'accesso, forse la maggiore, è stata rappresentata, inizialmente nella disciplina statunitense, dalla attribuzione da parte del regolatore e del legislatore di un ruolo privilegiato a determinate agenzie. Alcuni esempi delle difficoltà incontrate dalle nuove agenzie nell'ottenere, in passato, la qualifica di *Nationally Recognized Statistical Rating Organizations* (NRSRO) sono illustrati da Hill nel suo saggio del 2004. Un caso tra tutti: uno dei soggetti cui fu rifiutato in prima battuta l'accesso era l'agenzia Egan-Jones, nota per due caratteristiche, forse connesse: l'aver effettuato i *downgrading* di Enron e WorldCom parecchi mesi prima di Moody's e Standard & Poor's e il percepire le proprie commissioni principalmente dagli investitori anziché dagli emittenti. L'agenzia è stata ammessa tra le NRSRO ma solo nel 2007<sup>15</sup>.

### 3. Il ruolo del rating e la "domanda di rating" da parte dei regolatori

A questo punto possiamo chiederci qual è il ruolo specifico del rating sui mercati finanziari. In sintesi il rating nel sistema finanziario può assolvere a tre diverse funzioni.

La prima, cui si è già fatto cenno nella parte iniziale, riguarda la riduzione del *gap* di informazione proprio perché il rating si rappresenta come un bene che incorpora una specifica informazione. Il valore informativo (*information value*) del rating rileva in quanto è un indicatore prospettico. Insieme al bene informazione le agenzie mettono sul mercato un bene correlato, cioè la reputazione (*reputational value*), che gli emittenti acquisiscono principalmente in caso di giudizio positivo, ma in parte anche per la sola circostanza di aver fatto ricorso al rating e di sottoporre ad un costante monitoraggio la propria affidabilità.

La seconda funzione può essere rappresentata da una attività che è definita dalla letteratura internazionale di "certificazione"<sup>16</sup> e che si riferisce all'utilizzo di questo strumento per distinguere tra titoli con differenti caratteristiche di rischio e per specificare termini e clausole all'interno di contratti finanziari<sup>17</sup>.

---

<sup>14</sup> Il tema delle barriere all'ingresso di questo mercato è uno di quelli oggetto di diverse proposte di riforma. Su queste, v. P. DEB, M. MANNING ET AL., *Whither the credit ratings industry?*, Bank of England, Financial Stability Paper No. 9 – March 2011, 12 ss.

<sup>15</sup> V. per questo C. A. HILL, *Regulating the Rating Agencies*, cit., 54 ss., che evidenzia il carattere opaco delle procedure di qualificazione e le responsabilità della SEC per il ristretto numero di NRSRO.

<sup>16</sup> INTERNATIONAL MONETARY FUND, *The uses and abuses of sovereign ratings*, in *Global Financial Stability Review*, October 2010, 85–122.

<sup>17</sup> L'effettivo valore informativo del rating è in teoria connesso al carattere di tempestività sia del rilascio che della modifica. Così le agenzie di rating interpretano ruoli potenzialmente in conflitto: fornire tempestive informazioni al mercato e allo stesso tempo comunicare rating stabili a fini di regolazione e contrattazione. È infatti dimostrato l'impatto della modifica del rating sui corsi di borsa, come nel caso di *downgrading* dei titoli, il cui effetto è di fatto rafforzato dalla pratica del *rating trigger*, cioè di quelle clausole contrattuali che riconoscono agli investitori certe facoltà soprattutto in caso di variazioni negative del rating (sul punto, v. ancora, tra l'altro, C. A. HILL, *Regulating the Rating Agencies*, 69 s.).

La terza funzione rappresenta una variante ormai molto estesa del ruolo cosiddetto di certificazione esercitato riguardo elementi contrattuali o pratiche di mercato. Faccio qui riferimento a quello che è stato nel tempo un uso pervasivo del rating all'interno di numerose procedure di regolazione. Negli Usa le prime misure regolatorie che usano il rating come parametro risalgono agli anni 30 dello scorso secolo e hanno avuto un notevole incremento nel tempo, in particolare negli anni 70<sup>18</sup>.

Ritornando ai nostri giorni, sebbene la domanda di rating da parte dei regolatori sia stata finora più diffusa negli Stati Uniti, non mancano interessanti esempi anche in Europa e nel nostro paese. Qui mi limiterò a ricordare qualche esempio senza pretese di completezza.

L'esempio più citato di affidamento sui rating da parte della regolazione a livello globale è rappresentato dagli accordi cd "di Basilea 2" del 2004 sui requisiti di capitale delle banche. L'accordo è limitato alle banche attive a livello internazionale ma nell'Unione Europea è stato esteso, a mezzo delle direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE, anche agli enti che operano a livello nazionale. L'accordo di Basilea 2, al pari delle disposizioni di recepimento dei suoi contenuti, indica gli standard che le banche devono rispettare di fronte a tre dei principali rischi riguardanti la propria operatività (rischio operativo, rischio di credito e rischio di mercato)<sup>19</sup>. In questo quadro i rating sono impiegati nella quantificazione della copertura, in termini di fondi propri, richiesta a fronte dell'esposizione al rischio di credito da parte delle banche.

In Italia, la prima legge che ha dato rilevanza al giudizio delle agenzie è la n. 130 del 1999 (Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti). La legge prevede infatti che, nel caso in cui i titoli oggetto delle operazioni di cartolarizzazione siano offerti ad investitori non professionali, l'operazione deve essere sottoposta alla «valutazione del merito di credito da parte di operatori terzi» (art. 2, c. 4).

Inoltre questa stessa legge ha delegato la Consob a fissare, con proprio regolamento, i requisiti di professionalità e i criteri richiesti a garanzia dell'indipendenza degli operatori che svolgono la valutazione del merito di credito. Il regolamento Consob n. 12175 del 1999 ha disciplinato i requisiti di professionalità e quelli di indipendenza.

Un altro caso è rappresentato dall'art. 100 bis, c. 4 del Testo Unico della Finanza (TUF), dove si esclude che possa essere considerata «offerta al pubblico» la rivendita sistematica, a soggetti

---

<sup>18</sup> E' interessante ricordare quello che rappresenta sicuramente il primo caso in questo ambito. All'indomani della crisi del 1929 e per ridurre l'elevato rischio di credito che caratterizzava gli intermediari finanziari americani, l'*Office of the Comptroller of the Currency* elaborò nuove regole per le banche. Gli istituti di credito potevano contabilizzare al loro valore di acquisto solo i bond che avessero ricevuto da almeno un'agenzia un rating BBB o superiore, disponendo che i bond valutati al di sotto di tale soglia dovessero essere iscritti a bilancio secondo il loro valore di mercato e che il 50% delle perdite realizzate dovesse essere accantonato a garanzia del capitale. Nel 1936, mentre la crisi continuava ad affliggere il mercato americano, lo stesso *Office* e la *Federal Reserve* inasprirono le restrizioni regolamentari, con un provvedimento che imponeva alle banche di detenere unicamente titoli ai quali fosse stato attribuito da almeno due agenzie un rating almeno pari a BBB. Tale regola ebbe un impatto cruciale sui mercati, in quanto circa metà dei *bond* all'epoca negoziati non erano in grado di soddisfare tale requisito e di conseguenza videro la propria negoziabilità fortemente compromessa. Questo intervento costituì la prima dimostrazione dell'enorme potere che la regolazione era in grado di attribuire alle agenzie di rating, quando elevava i loro giudizi al rango di parametri con i quali disciplinare il mercato. Già all'epoca vennero sollevate non poche critiche

Per una ricostruzione delle regole statunitensi che incorporano, in diversa misura e con diversi effetti, i giudizi delle agenzie di rating v. F. PARTNOY, *The Siskel and Ebert of Financial Markets: Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies*, in *Washington University Law Quarterly* (1999), in <http://ssrn.com/abstract=167412>, 619 ss. e in partic. 686 ss.

<sup>19</sup> Sul punto, v. in particolare L. ENRIQUES – M. GARGANTINI, *Regolamentazione dei mercati finanziari, rating e regolamentazione del rating*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2/2010, 476 s.; ed anche F. PARMEGGIANI, *La regolazione delle agenzie di rating tra tentativi incompiuti e prospettive future*, cit. 21 ss.

diversi dagli investitori qualificati, di titoli di stato emessi da paesi dell'area OCSE che vantino un rating di livello almeno pari all'*investment grade*, purché tale giudizio sia assegnato «da almeno due primarie agenzie internazionali» di rating<sup>20</sup>.

Su un altro versante possiamo ricordare la circolare ISVAP 474/D del 2002 (in attuazione dell'art. 30 c. 1 del d.lgs. 174/1995) dove, in rapporto ad alcuni prodotti finanziari assicurativi, veniva richiesto un rating attribuito da una primaria agenzia almeno pari a "BB" o equivalente, a condizione che nessun'altra agenzia avesse attribuito una valutazione inferiore.

Anche in ambito europeo, nonostante l'evoluzione della crisi finanziaria, il *Committee of European Securities Regulator* (CESR), ora sostituito dalla nuova Autorità, la *European Securities and Markets Authority* (ESMA), ha dimostrato fiducia nei confronti dei rating. Infatti, le linee-guida in materia di fondi monetari approvate nel maggio del 2010 prevedevano che tali fondi potessero investire unicamente in titoli dotati di rating elevato.

La crescente inclusione del rating nella normativa finanziaria ha creato un eccessivo affidamento del regolatore sui giudizi delle agenzie ed ha portato a riconoscere il rating come un fondamentale parametro attribuendogli di fatto una sorta di "forza di legge", una rilevanza normativa.

Di conseguenza la domanda dei servizi di rating ha subito un ulteriore radicale mutamento. Alla trasformazione intervenuta con il passaggio al modello "*issuer paid*" si è aggiunto l'intervento diretto del regolatore che per legge prevede l'applicazione all'emittente di un trattamento normativo favorevole nel caso questi possieda un rating al di sopra di una determinata soglia.

Una simile previsione trasforma la funzione esercitata nei mercati dalle agenzie. Infatti, in assenza di qualsiasi intervento regolamentare, esse svolgono un ruolo da intermediario reputazionale vendendo un giudizio con un importante valore informativo.

Al contrario, l'attribuzione al rating di un valore normativo trasforma le agenzie in venditori di un "trattamento regolamentare", la cd "*regulatory license*" descritta in un famoso articolo di Partnoy del 1999 che per primo ha analizzato questo fenomeno<sup>21</sup>. Di conseguenza le agenzie agiscono come peculiari *gatekeeper* che, invece di determinare semplicemente quali soggetti possono operare sul mercato, decidono col proprio rating quali soggetti possono beneficiare di un trattamento regolamentare più favorevole<sup>22</sup>. In sintesi le agenzie si trasformano da soggetto che vende un giudizio che incorpora un valore informativo in soggetti che vendono una *regulatory licence*. Questo prospetta un evidente paradosso delle agenzie di rating per cui, a fronte di un decrescente *informational value* del rating, l'importanza e la prosperità delle stesse agenzie è di molto aumentata nel tempo.

Sempre secondo Partnoy, una causa importante, se non la principale, dei recenti tsunami sui mercati finanziari sta nella "*overdependence*" dal rating veicolato dalla regolazione come parametro normativo. Questa condizione è stata riconosciuta anche dai regolatori e la stessa SEC ha proposto interessanti, anche se iniziali, modifiche. Ma ciò che più colpisce è che, indipendentemente dalla influenza regolatoria, molti operatori di per sé mantengono una incrollabile

<sup>20</sup> Un riferimento al rating dell'emittente era incluso nell'art. 28 septies, c. 1 lett. b) del regolamento emittenti in vigore fino al 30.6.2009. Questo è stato sostituito dall'art. 34 che non contiene un riferimento diretto al rating ma alla presenza di "uno o più indicatori di mercato del rischio di credito dell'emittente o del garante".

<sup>21</sup> In primo luogo v. F. PARTNOY, *The Siskel and Ebert of Financial Markets: Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies*, cit., 681 ss.

<sup>22</sup> Riguardo il ruolo riconosciuto dai regolatori alle agenzie di rating e all'effetto conseguente sulla loro funzione di gatekeeper, v. F. PARTNOY, *How and why credit rating agencies are not like other gatekeepers*, in University of San Diego, Legal Studies Research Paper, No. 07-46 (May 2006), in <http://ssrn.com/abstract=900257>, 59-101.

fiducia nel rating confermando la loro dipendenza. Infatti, dopo decenni di dominio delle agenzie e del rating, quest'ultimo è divenuto parte della "cultura finanziaria" influenzando gli stessi comportamenti economici<sup>23</sup>. Sul punto ritorneremo nelle osservazioni finali.

Nonostante diverse critiche<sup>24</sup>, il punto di vista della *regulatory license* non è da sottovalutare dal momento che lo stesso Reg. europeo n. 1060 del 2009 consente che banche, imprese di investimento o di assicurazione ed altri organismi utilizzino "a fini regolamentari solo rating emessi da agenzie di rating del credito stabilite nella Comunità e registrate conformemente al presente regolamento" (art. 4).

Possiamo comunque osservare fin da subito che, al di là dell'ambiguità che connota le agenzie di rating e il loro prodotto, il loro ruolo come "intermediari dell'informazione" sia stato più o meno costantemente riconosciuto, anche se, in assenza di procedure regolatorie inclusive di rating, questo avrebbe rappresentato soltanto un indicatore, tra i molti, a disposizione dell'investitore.

#### 4. La regolazione del rating

I giudizi emersi durante la crisi finanziaria hanno condotto legislatori e regolatori a irrigidire le norme sulle società di rating e a introdurne di nuove, in particolare sul versante del conflitto di interessi.

Senza poter entrare qui nel dettaglio è interessante ricordare in breve alcuni passaggi.

Negli USA già negli anni 70 dello scorso secolo veniva attuato un primo intervento di regolamentazione delle Agenzie attraverso la creazione di un albo presso la SEC per la loro iscrizione come NRSRO (*Nationally Recognized Statistical Rating Organization*). L'iscrizione è finalizzata a riconoscere validità alle regole inclusive di un rinvio ai rating. Solo di recente il legislatore americano è divenuto più consapevole degli effetti negativi della funzione regolamentare del rating. Infatti nel 2006 il *Credit Rating Agency Regulatory Act* si proponeva di rendere più affidabile il mercato del rating soprattutto rafforzando il regime di vigilanza. Queste disposizioni hanno trovato attuazione nel 2007 con un provvedimento della SEC che punta alla riduzione della opacità delle procedure di valutazione delle richieste di ammissione all'albo e introduce norme a tutela dell'indipendenza dei giudizi come, ad esempio, l'obbligo di non condizionare l'emissione di rating all'acquisto preliminare di altri servizi.

Comunque solo dopo aver riscontrato che il sistema del *regulatory license* aveva contribuito alla diffusione dei titoli tossici ingenerando negli investitori un irrazionale affidamento, nel 2009 la SEC è intervenuta sulla domanda di servizi delle agenzie e ha iniziato a eliminare dalla regolazione il riferimento al possesso di rating come parametro necessario.

Infine il Dodd-Franck Act (*Dodd-Franck Wall Street Reform and Consumer Protection Act*) del 2010 mette l'accento sulla *governance* delle agenzie, in particolare sulla composizione dei CdA, e sulle regole di comportamento (Sec. 932). Inoltre (Sec. 939A) richiede alla SEC di fare una ricognizione della regolazione che richiede un riferimento al rating e successivamente di eliminare i vincoli di rating e di sostituirli con standard di diversa natura<sup>25</sup>.

<sup>23</sup> F. PARTNOY, *Overdependence on Credit Ratings was a Primary Cause of the Crisis*, in University of San Diego, Legal Studies Research Paper No. 09-015 (July 2009), in <http://ssrn.com/abstract=1430653>, 9 ss.

<sup>24</sup> Tra l'altro, v. C. A. HILL, *Regulating the Rating Agencies*, cit., 60 ss.

<sup>25</sup> Il *Dodd-Franck Act* chiede alla SEC «to review (i) any regulation that requires the use of an assessment of the creditworthiness of a security and (ii) any reference to or requirement in such regulations regarding credit ratings, and modify them to remove those references and substitute standards of creditworthiness the SEC determines to be

La revisione dell'accordo di Basilea 2, cioè Basilea 3, si è mossa in una direzione simile, cioè puntando alla riduzione dei conflitti di interesse<sup>26</sup>. Un altro aspetto interessante delle proposte del Comitato di Basilea ha riguardato la necessità che le agenzie di rating, per rilasciare giudizi validi ai fini della regolamentazione prudenziale, rispettino il codice di condotta IOSCO al quale le maggiori agenzie di rating sono tuttavia in gran parte allineate.

In Europa la normativa finanziaria ha fatto minor affidamento sul rating e forse per questo motivo la revisione della funzione regolamentare è apparsa meno urgente.

Il Reg. CE 1060 del 1999 ha avuto come obiettivo il miglioramento della qualità del rating ed ha imposto alle Agenzie un obbligo di registrazione (che non elimina i procedimenti di riconoscimento delle agenzie di rating già introdotti); precise regole di comportamento, in particolare relative alla prevenzione dei conflitti di interesse, alla trasparenza relativa ai modelli di valutazione e ai criteri di correttezza nella presentazione dei giudizi; inoltre ha introdotto un sistema di vigilanza da parte delle autorità nazionali.

Il Regolamento è stato recepito in Italia con il d. lgs. 176/2010 che modifica il TUF e attribuisce alla Consob le funzioni di vigilanza (art. 4-bis) e la possibilità di applicare le misure sanzionatorie in presenza di violazioni (art. 193, c. 1-quinquies).

Le disposizioni comunitarie del 1999 sono state riviste con il Reg UE 513/2011 che affida alla *European Securities and Markets Authority* (ESMA) le competenze relative alla registrazione e alla supervisione delle agenzie di rating registrate e ha come obiettivo prevalente il miglioramento della trasparenza dell'informazione da parte delle stesse agenzie.

Infine si registra un progetto relativo alla definizione di un contesto legale per l'attività delle agenzie presentato dalla Commissione il 15 novembre scorso (COM(2011) 747 def). Tra gli obiettivi, quelli più rilevanti riguardano, in linea generale, la riduzione della dipendenza dal rating, al quale è riconosciuto un ruolo quasi-istituzionale, delle istituzioni finanziarie; e più in dettaglio obblighi di maggiore trasparenza nell'attribuzione dei rating sovrani attraverso la regolamentazione della loro pubblicazione; infine un rafforzamento dell'indipendenza delle agenzie in vista di una eliminazione dei conflitti di interessi. A questo fine è richiesta una rotazione triennale tra le agenzie di valutazione degli emittenti e la presentazione di due differenti rating in caso di valutazione di strumenti complessi di finanza strutturata<sup>27</sup>.

Su un altro versante, sempre a livello europeo, le agenzie di rating sono state escluse dalla applicazione della disciplina comunitaria riguardante "la corretta presentazione delle raccomandazioni di investimento e la comunicazione al pubblico di conflitti di interesse" (dir. 2003/125/CE).

La stessa esclusione è stata prevista, dopo una prima posizione in senso contrario, dalla legislazione italiana. Infatti la nota legge sulla tutela del risparmio (262/2005) ha modificato il TUF (art. 114, c.8) escludendo che il rating potesse essere incluso nella categoria delle raccomandazioni

---

appropriate. The SEC's proposed rules, if adopted, would remove the references to credit ratings [...] and replace them with new standards relating to the trading characteristics of covered securities».

Dopo oltre un anno la FED, l'Agenzia di assicurazione dei depositi e il Dipartimento del Tesoro hanno elaborato tre indicatori di merito di credito diversi dai rating.

<sup>26</sup> Sul punto, v. BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *Enhancements to the Basel II framework*, Basilea, luglio 2009 e qualche commento in L. ENRIQUES – M. GARGANTINI, *Regolamentazione dei mercati finanziari, rating e regolamentazione del rating*, cit., 484 s.

<sup>27</sup> Dopo il falso *downgrading* della Francia del 10 nov. è stata anticipata la presentazione delle regole europee. Dal canto suo la SEC ha aperto un'indagine su S&P per verificare se dietro il falso allarme non esista un caso di *insider trading*.

di investimento<sup>28</sup>. Di conseguenza le agenzie sono escluse dagli obblighi imposti ai soggetti che producono o diffondono ricerche o valutazioni riguardanti gli strumenti finanziari (indicati nell'art. 180, c.1 lett.a) o gli emittenti e che sono obbligati a presentare l'informazione in modo corretto e a comunicare preventivamente la presenza di ogni eventuale conflitto di interessi.

Il regolamento emittenti Consob (n. 11971/1999) nell'ultima versione del 2007 dell'art. 69-decies ha escluso le agenzie di rating dall'applicazione delle norme del regolamento lasciandovi assoggettati solo i soggetti abilitati e gli altri soggetti che professionalmente producono o diffondono valutazioni del merito di credito<sup>29</sup>.

A livello globale l'impatto del rating sui mercati finanziari è cresciuto nel tempo. Così l'attività delle agenzie è stata oggetto di diversi interventi della IOSCO (*International Organization of Securities Commissions*) e nel 2004 è stato emanato un Codice di condotta indirizzato proprio alle agenzie<sup>30</sup> (rivisto nel maggio del 2008). Il recepimento delle disposizioni del codice, che prevede un meccanismo di "comply or explain", da parte delle agenzie è stato oggetto di periodiche verifiche. Nel 2009 la *Credit Rating Agency Task Force of IOSCO* ha condotto una verifica sulla implementazione dei requisiti di trasparenza richiesti dalla quale emerge che 7 delle 21 agenzie monitorate avevano iniziato il percorso necessario all'adeguamento, mentre le tre maggiori avevano sostanzialmente recepito le ultime revisioni.

## 5. Osservazioni finali

Il primo punto riguarda il significato e il carattere dei recenti interventi di rafforzamento della regolazione delle agenzie di rating.

In effetti, come la maggior parte degli osservatori ha messo ben in evidenza, la strada imboccata non è stata chiaramente quella di una ridefinizione radicale del sistema di rinvio regolamentare al rating. Al contrario, sembrerebbe aver prevalso la tendenza a confermare le scelte precedenti con un surplus di vincoli intorno alla attività delle stesse agenzie<sup>31</sup>.

Almeno fino al più recente periodo il risultato più visibile della nuova regolazione sembrava un rinnovato credito da parte dei regolatori alla affidabilità dei giudizi delle agenzie. Di fronte a questa rinnovata fiducia in un rating emesso in base a nuove e più attente regole, la strada di una regolazione più stringente e di dettaglio è stata battuta inizialmente dagli USA anche prima di Enron e WorldCom. E ora, a seguito della crisi, anche dall'Europa<sup>32</sup>.

Tuttavia più di recente si intravedono tendenze, soprattutto negli USA, verso un significativo abbandono, o quanto meno ridimensionamento, del ruolo regolamentare del rating. Infatti è del 2009 una rule della SEC (*final rule* – 12.11.2009) che sembra riconoscere come l'assunzione del rating come parametro di valutazione degli strumenti finanziari e della stabilità dell'*issuer* abbia consentito alle agenzie (più specificamente alle NRSRO) di vendere agli emittenti una *regulatory*

<sup>28</sup> Per questo, v. M-T. PARACAMPO, *L'informativa finanziaria derivata. Ruolo e responsabilità degli analisti finanziari*, Cacucci, Bari, 2008, 57 e 125 ss.).

<sup>29</sup> M-T. PARACAMPO, *Ivi*, 130 ss

<sup>30</sup> Sul ruolo della IOSCO, v. tra l'altro M. SENN, *Non-State Regulatory regimes. Understanding Institutional Transformation*, Springer, Berlin - Heidelberg, 2011, 117 e 120.

<sup>31</sup> V. per questo D. MASCIANDARO, *Non oracoli solo opinioni*, in *Il Sole 24 ore*, 11 gennaio 2012.

<sup>32</sup> In questa prospettiva v. S. ROUSSEAU, *Regulating credit rating agencies after the financial crisis: the long and winding road toward accountability*, Capital Markets Institute, Rotman School of Management, University of Toronto (July 23, 2009), in <http://ssrn.com/abstract=1456708>; ed anche M. BUSSANI, *Credit Rating Agencies' Accountability. Short Notes on a Global Issue*, in *Global Jurist* (2010), vol. 10, iss.1, in <http://ssrn.com/abstract=1515285>.

*licence*. Quindi il regolamento apporta alcuni significativi emendamenti per eliminare il riferimento all'esistenza di un rating<sup>33</sup>. Infine, come abbiamo già accennato nella parte precedente, con il *Dodd-Frank Act* si interviene in modo rilevante sul legame tra rating e normazione finanziaria (v. Sec. 939 e 939B).

Il secondo punto, strettamente connesso a questo, ci riporta al tema della natura del rating. L'evoluzione del ruolo delle agenzie e del rating ha prodotto una distorsione del mercato e una torsione dell'originario significato. Infatti il rating doveva esprimere esclusivamente un "parere", un' "opinione" sul merito di credito di un emittente o di uno strumento finanziario, in un dato momento, messo a disposizione dell'investitore. Non è un caso che negli USA il rating è ricondotto all'area della libertà di espressione garantita dal 1° emendamento della Costituzione<sup>34</sup>. Anche la IOSCO definisce il *credit rating* come "an opinion", e in modo analogo si esprime il reg. 1060 del 2009 (art. 3, c.1 lett.a).

Quindi l'attribuzione di un valore normativo al rating ne ha modificato l'originaria natura trasformandolo in una sorta di certificazione delle caratteristiche del soggetto o dello strumento finanziario. In conclusione è evidente che esiste una profonda ambiguità riguardo l'individuazione della natura del rating.

Il rating non è certamente assimilabile ad una certificazione in quanto le agenzie di rating esercitano una funzione diversa da quella di certificazione ad esempio della qualità. Difatti non attesta la conformità di uno strumento ad una normativa specifica o a standard tecnici così come non attesta della adeguatezza degli emittenti alle regole specifiche che disciplinano la loro attività. In questo senso l'attività delle agenzie non può essere assimilata a quella delle società di revisione<sup>35</sup>.

Riguardo le agenzie di rating, in esse convivono due aspetti talvolta anche confliggenti: una sorta di legittimazione che deriva dal mercato in base al meccanismo reputazionale e un'altra che invece deriva dalla regolazione<sup>36</sup>.

Possiamo arrivare a sostenere che l'intervento della regolazione ha addirittura modificato la natura stessa delle agenzie, creando un ibrido, cioè un "public – private gatekeeper"?

Oppure, come altri propongono<sup>37</sup>, dovremmo arrivare ad una completa e radicale eliminazione dalle disposizioni vigenti delle norme che contengono rinvii ai rating in quanto la soluzione migliore sarebbe riportare il rating alla sua originaria dimensione privatistica?

L'utilizzo del rating a fini regolatori così come la regolazione pubblica delle agenzie non è un evento ineluttabile. Ciò che lascia maggiormente perplessi è, come abbiamo avuto modo di vedere, l'ambiguità che ha caratterizzato l'intervento dei legislatori e dei regolatori che, da una parte, attribuiscono al rating un ruolo "pubblicistico" condizionante mentre, dall'altra, riconoscono la

<sup>33</sup> Il regolamento emenda alcune *rule* emanate in attuazione del *Securities Exchange Act* del 1934 e dell'*Investment Company Act* del 1940 con espliciti riferimenti al rating delle NRSRO.

<sup>34</sup> Di grande rilevanza il riflesso di questa qualificazione sulla responsabilità civile delle agenzie nei confronti degli investitori, e sul punto v. le osservazioni di P. GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, cit., 413 – 417, che ipotizza che, se le agenzie sono uno strumento di accesso al mercato finanziario, il trattamento in termini di responsabilità civile non dovrebbe essere diverso da quello riservato alle banche d'affari.

<sup>35</sup> Su questo v. anche G. FERRI – P. LACITIGNOLA, *Le agenzie di rating*, cit., 112 ss.

<sup>36</sup> Sul punto v. per alcune considerazioni generali, CH. M. BRUNER, *States, Markets, and Gatekeepers: Public-private Regulatory Regimes in an era of Economic Globalization*, in *Michigan Journal of International Law*, [Vol.30:125], 164 ss., in <http://students.law.umich.edu/mjil/uploads/articles/v30n1-bruner.pdf>; e le considerazioni in materia di L. PIANESI, *Le agenzie di rating tra privatizzazione di funzioni pubbliche e opinioni private "geneticamente modificate"*, in *Riv. Trim. Dir. Pubbl.*, 2011/1, 194 ss.

<sup>37</sup> V. L. ENRIQUES – M. GARGANTINI, *Regolamentazione dei mercati finanziari, rating e regolamentazione del rating*, cit., 496 ss.

diversità del rating rispetto alle raccomandazioni di investimento e sottraggono le agenzie alla applicazione delle regole imposte ad altri intermediari informativi.

Tuttavia come le diversità presenti allo stato attuale nell'esperienza statunitense rispetto a quella europea indicano, è possibile intraprendere un percorso di semplificazione e di ridefinizione della natura del rating e quindi anche della correlata regolazione delle agenzie.

Con una qualche semplificazione del ragionamento possiamo ipotizzare che se la rilevanza pubblicistica del rating dovesse permanere sarebbe forse necessaria l'introduzione di ulteriori e più invasive regole per le stesse agenzie come, ad esempio, una più attenta disciplina degli assetti proprietari, obblighi relativi alla *governance*, oppure la definizione delle procedure di emissione. Ma sicuramente l'elenco degli aspetti da regolare sarebbe ben più lungo.

Sembra allora auspicabile che la strada da percorrere sia quella di una sorta di "pubblicizzazione" di questi organismi prodotta da una tendenziale iper-regolazione? O piuttosto sarebbe auspicabile che anche il legislatore europeo iniziasse a rivedere le contraddizioni della sua normazione mettendo in atto una attenta valutazione, caso per caso, delle regolamentazioni che includono il rating nell'ottica di una sostituzione di questo parametro con standard basati su modelli di valutazione più affidabili?