

DIPARTIMENTO DI ECONOMIA E MANAGEMENT

CATTEDRA DI DIRITTO PRIVATO COMPARATO

TITOLO

**La responsabilità civile delle agenzie di
rating**

RELATORE

Prof. Roberto Pardolesi

CANDIDATO

Rocco Pinto

Matr. 646231

CORRELATORE

Prof. Andrea Renda

ANNO ACCADEMICO

2012/2013

Sommario

Sommario	1
Capitolo 1 “Origine e caratteristiche del Rating”	4
1.1 Introduzione alla trattazione	4
1.2 Origini del Rating e sviluppo delle agenzie	5
1.3 Funzione del rating.....	12
1.4 Tipi di rating, scale, livelli	16
1.5 Procedura di assegnazione del rating	23
Capitolo 2 “Chi controlla le agenzie di rating?”	31
2.1 Controllo delle agenzie di rating e commistioni societarie.....	31
2.2 Commistioni societarie.....	46
2.3 Il caso BlackRock.....	53
2.2 Attività di rating e conflitto di interessi.....	58
2.3 Possibili Soluzioni	66
2.4 Regolamentazione delle agenzie di rating: comparazione USA/UE	77
2.4.1 La regolamentazione statunitense in materia di conflitto	
d’interesse	78
Credit Rating Agencies Reform Act, 2006.....	80
Sistema sanzionatorio.....	85
Dodd Frank Act	88
2.4.2 La regolamentazione europea in materia di conflitto d’interesse	
94	
Reg. 1060/2009 (CRA 1).....	95
Reg. 513/2011 (CRA 2)	99
Proposta di regolamento per la modifica del reg. 1060/2009,	
Parlamento e Consiglio dell’Unione Europea, 15/11/2011 (CRA 3)	102
16/01/2013 seduta del parlamento e approvazione del “testo di	
compromesso”	105
Capitolo 3 “La responsabilità civile delle agenzie di rating”	
.....	108
3.1 Natura e Funzione della responsabilità civile delle agenzie.....	108

3.1.2 Natura aquiliana ed extracontrattuale della responsabilità civile	109
3.1.3 Investitore istituzionale o professionale	115
3.1.4 Investitore <i>retail</i>	117
3.1.5 Funzione della responsabilità civile	117
3.2 La responsabilità civile delle agenzie di rating nell'ordinamento giuridico statunitense	121
3.2 La giurisprudenza: Abu Dhabi Commercial Bank vs Morgan Stanley	127
3.3 La responsabilità civile delle agenzie di rating nell'ordinamento giuridico comunitario europeo	128
Conclusioni	133
Bibliografia	135
Sitografia	138

Capitolo 1 “Origine e caratteristiche del Rating”

1.1 Introduzione alla trattazione

L'attenzione sul mondo del rating e sulle agenzie che lo emettono ha iniziato a godere di forte visibilità mediatica solo in seguito a scandali economici che hanno coinvolto società simbolo di paesi e settori. Tale focus è stato incentivato non solo dal bisogno di informazione dei mercati, ma anche dalla curiosità di un pubblico che sempre di più si sente coinvolto nel gioco del rating e della “*classificazione*”, pur non conoscendone dinamiche e significato. Recentemente la discussione dottrinale si è concentrata sul modello di business delle agenzie di rating del credito e su questioni prettamente legate agli effetti delle loro attività, ponendo importanti quesiti sull'influenza che ne deriva in termini di concorrenza e regolamentazione, con un occhio di riguardo allo scottante tema relativo al conflitto di interessi interno che caratterizza gli asset societari delle suddette agenzie.

Il mondo accademico e del giornalismo finanziario ha prodotto un'ampia letteratura sul rating, analizzandone natura, impatto e qualità informativa. I differenti livelli in cui operano i protagonisti dei mercati sono collegati dalla comune necessità degli investitori di usufruire di informazioni corrette e complete sui prodotti finanziari che vengono collocati dagli emittenti, nonché di ogni altra informazione idonea alla conduzione di un investimento adeguato¹.

Tale fondante necessità si riscontra in egual modo sia nel mercato primario, caratterizzato dal fatto che sono gli stessi emittenti a

¹ Fabian Dittrich, “The credit rating industry: competition & regulation”, Università di Colonia, 2007

vendere titoli direttamente agli investitori, dando luogo alle *issuer transactions*², sia nel mercato secondario, in cui le operazioni di compravendita dei titoli già emessi vengono poste in essere tra gli investitori, con operazioni definite “*trading transactions*”³.

Come avrò modo di trattare ampiamente in proseguio, in tutto il panorama finanziario mobiliare, di qualsiasi livello si tratti, il ruolo dell’agenzie di rating è di assoluto rilievo ed ormai imprescindibile.

Il mio lavoro si pone l’obbiettivo di analizzare nel concreto la struttura di questi “*market gatekeepers*”⁴, le dinamiche dominanti al loro interno, la natura del rating ed il suo significato, nonché gli effetti delle loro attività di valutazione sui mercati e sulla regolamentazione.

1.2 Origini del Rating e sviluppo delle agenzie

Il sistema finanziario, oggi giorno sovrastruttura dominante del sistema capitalistico, necessita di alcuni elementi strutturali per poter operare e gestire concretamente una realtà economica che potremmo definire “parallela” rispetto a quella dell’economia reale: questi elementi sono *concretezza*, *tempestività* ed *affidabilità*.

Dal momento che la finanza gestisce un ammontare di ricchezza circa 11 volte superiore il pil mondiale se consideriamo gli strumenti derivati, e 20 volte considerando gli *hedge funds*, si capisce come i tre parametri da me precedentemente elencati

² Luca Di Donna, La responsabilità civile delle agenzie di rating, CEDAM 2013

³ Luca Di Donna, La responsabilità civile delle agenzie di rating, CEDAM 2013

⁴ Espressione del Prof. John C. Coffee Jr., Columbia Law School

assurgano ad un ruolo chiave per la conduzione e la gestione quotidiana di siffatto ammontare.

I tre parametri ruotano intorno ad un elemento chiave, che li domina e li rende concretamente utilizzabili: *l'informazione*.

Nel contesto in cui ci muoviamo questa è la chiave di tutto. Conoscere, saper valutare ed essere prontamente informati consente di muoversi in un mondo in cui l'incertezza, il rischio e l'azzardo (specialmente nell'ultimo decennio) hanno assunto un ruolo di prim'ordine.

Le agenzie di rating assolvono questo gravoso compito: informano. Valutano. Qualificano. Spesso approssimativamente, altre troppo rigidamente. Sono operatori del mercato finanziario, aventi natura di società di diritto privato, che emettono giudizi sintetici sul merito di credito di un emittente o sul grado di rischiosità di un prodotto finanziario.

La finanza ha bisogno di loro, e questo bisogno nasce già agli inizi del XIX secolo, ovviamente negli Stati Uniti. Il sistema economico statunitense già allora esprimeva un mercato finanziario prevalente su quello bancario, evidenziando il bisogno di un apporto di dati che consentisse di superare l'asimmetria informativa tra emittenti di titoli obbligazionari e potenziali investitori.

A partire dal XIX secolo iniziarono a circolare obbligazioni private che si affiancavano a quelle del debito sovrano, ossia ai titoli emessi dagli stati e coperti da una garanzia di rimborso immediato in caso di default. Da questo momento crebbe notevolmente il bisogno di informazioni relative alla natura e alla rischiosità di questi titoli, in modo tale che gli investitori potessero essere supportati nelle loro scelte d'investimento. Le informazioni dovevano essere esaustive e riguardare specificamente la struttura,

il capitale, gli utili e la solidità finanziaria delle società emittenti, nonché la loro capacità di saper fronteggiare gli andamenti di mercato.

In questo periodo storico due erano le principali agenzie di informazione: la *Mercantile Agency*, fondata nel 1841 da Lewis Tappan, successivamente denominata *R.G. Dun & Company*, e la *Bradstreet*, fondata dall'omonimo John Bradstreet nel 1857. Fu proprio questa a pubblicare nel 1857 il primo *manual*, intitolato *Commercial Rating Book*.

Con lo sviluppo dell'industria ferroviaria, incentivata da investimenti pubblici e privati crebbe a dismisura il gap informativo relativo ai titoli obbligazionari emessi, e fu proprio in questo contesto che John Moody, padre fondatore della *Moody's* (una delle tre grandi sorelle), ebbe un'intuizione che diede un impulso definitivo allo sviluppo del rating di credito e delle valutazioni societarie: strutturò dei volumi, *manuals*, ispirandosi a quelli emessi da Bradstreet, ampliando la portata informativa degli stessi. Immise sul mercato fascicoli contenenti un'opinione sintetica, ma di facile lettura e comprensione, avente come oggetto il rischio di credito delle diverse emissioni obbligazionarie esistenti sul mercato. Questi *manuals* riportavano tutte le informazioni sopra citate, con il vantaggio però di essere di facile lettura ed immediata comprensione, essendo espressi con delle scale alfanumeriche.

In questa fase originaria i *manuals* venivano forniti in abbonamento, sottoscritto da investitori che di propria iniziativa decidevano di avvalersi di questa fonte informativa.

L'industria del rating quindi operava in un contesto esclusivamente privatistico. Ai rating dell'epoca non veniva assegnato alcun valore legale, pertanto il servirsi o meno dell'attività di analisi e

valutazione era esclusivamente legata al grado di affidabilità che veniva riconosciuto all'emittente dei *manuals*.

Per di più, alla non assegnazione di valore legale ai vari rating, va aggiunta la tendenza giurisprudenziale dell'epoca, che assimilava i *manuals* a semplici editoriali giornalistici. Così facendo si evitò in primis di enfatizzare il ruolo delle agenzie stesse, e di creare quel pericoloso gioco economico/psicologico per il quale oggi l'economia globale si trova incastrata in una duplice posizione rispetto agli oligopolisti del rating: da un lato assoluta dipendenza, dall'altro terrore quantificabile in svalutazioni e conseguenti declassamenti.

Riservandomi di trattare approfonditamente nei paragrafi 1.3 e 1.4 il lato "tecnico/finanziario" ed il significato del rating, credo sia tuttavia necessario fare un breve accenno relativo a quali furono le prime due categorie di rating emettibile dell'epoca, accenno necessario per il proseguo della trattazione storica.

Le classi di rating erano solamente due, riferite ad un arco temporale improntato sul medio-lungo periodo:

- *Investment grade* → i titoli posizionati in questa categoria coprivano una posizione inclusa nei primi dieci punti, in un range che va dal massimo giudizio positivo al decimo, in ordine decrescente.
- *Speculative grade* → i titoli in questa categoria coprivano le posizioni residue, dalla undicesima fino alla valutazione massima negativa.

Chiarita questa distinzione, possiamo procedere con la cronistoria del rating e dello sviluppo dell'attività delle agenzie, elencando alcune tappe essenziali che costituiscono pietre miliari nell'evoluzione delle stesse.

È possibile delineare tre periodi temporali.

Il primo va indicativamente dal 1841 al 1975. In questo periodo le agenzie di rating operano in ambito esclusivamente privatistico, emettendo informazioni sui rischi degli investimenti in maniera totalmente autonoma. In questa prima fase va però sottolineato un evento che rompe il silenzio da parte del legislatore statunitense, segnando il primo passo verso un'attenzione da parte dello stesso via via sempre maggiore.

Nel 1931, l'autorità statunitense OCC, *Office of the Controllers of the Currency*, impose al sistema bancario delle regole di gestione di portafoglio. Tale regolazione imponeva alle banche di valutare ai prezzi correnti di mercato tutti i titoli sotto la soglia della categoria "*investment grade*"⁵. Intorno al 1936 la stessa OCC impose al sistema bancario di liberarsi di qualsiasi titolo in portafoglio che fosse classificato come appartenente alla classe "*speculative grade*", quindi più rischiosa. Questi due provvedimenti possono essere visti come il tentativo da parte dell'autorità di mantenere un legame tra l'economia "reale", di cui il sistema bancario era rappresentante, e l'economia "volatile", propria della finanza. L'intervento della OCC è importante per la mia trattazione dal momento che segna la prima tappa nella catena evolutiva sia relativamente al ruolo del rating e delle agenzie, sia per il rapporto tra legislatore ed agenzie stesse.

Il secondo periodo, indicativamente compreso tra il 1975 e il 1997, segna l'affermarsi di un più consistente controllo sulle agenzie da parte del legislatore statunitense e delle *authorities*.

In particolare la SEC, (*U.S. Security and Exchange Commission*) per tutti gli anni '70 iniziò a basare la propria valutazione relativa alla solidità degli attivi degli intermediari statunitensi proprio sui ratings. Quest'ultimo accadimento ribalta quindi il tentativo della OCC degli anni '30. Mentre la OCC aveva cercato di svincolare il

⁵ Approfondimento nel paragrafo 1.4

sistema bancario dal possesso di titoli classificati proprio dalle agenzie di rating, la SEC invece rovesciò il rapporto tra intermediari finanziari e le agenzie stesse, battezzando un vincolo che permane ancora oggi.

E' chiaro, quindi, come in un'analisi storica dell'evoluzione del rating e delle agenzie non si possa prescindere da queste due tappe.

Il risultato finale è che il rating, prodotto originariamente esclusivamente con l'intento di fornire un elemento che colmasse l'asimmetria informativa degli investitori, appianando il gap tra valore nominale di un titolo e il suo stesso valore reale, per consentire a questi ultimi di operare in piena consapevolezza al momento della sottoscrizione, acquisisce con questi due accadimenti (non gli unici, ma molto significativi), un ruolo totalmente diverso, assurgendo a quello di guida unica nella più vasta, ricca ed influente piazza economico finanziaria del mondo.

Il rating, e conseguentemente le agenzie che lo emettono, assume dagli anni '70 in poi una valenza di prim'ordine, imponendosi come parametro di giudizio indispensabile per la classificazione e la qualifica del mondo finanziario. Si capisce come, prima che il titolo in sé, sia diventata prassi, una volta che il rating ha acquisito questo ruolo, capire prioritariamente chi sia l'emittente del titolo in questione, quanto sia affidabile e solvibile.

Da questo momento il rating ha carta bianca, dominando l'informativa finanziaria. Da un punto di vista prettamente dottrinale, questa posizione porta ad errori sistematici, poiché il rating esprime un giudizio sul rischio di credito di un'emittente, che tuttavia non è l'unico parametro finanziario da tenere in considerazione quando si persegue l'obiettivo di giudicare il grado di solvibilità dell'emittente stesso.

La stessa SEC provvede successivamente a regolare l'emissione dei rating, consentendolo esclusivamente alle sole agenzie facenti parte di un'associazione di categoria, la **NRSROs** (*National Recognized Statistical Rating Organizations*), con l'intento di evitare una concorrenza al ribasso dell'emissione di tali giudizi.

L'errore commesso in questo frangente fu di non specificare chiaramente quali fossero le condizioni strutturali necessarie per appartenere alla NRSROs, con la conseguente ammissione nella stessa di sole due agenzie (*Standard & Poor's e Moody's*). Solo successivamente gli spazi liberi sul mercato del rating furono occupati da una terza partecipante, *Fitch Ratings*, la cui entrata nel settore completò di fatto un oligopolio protetto da una impenetrabile barriera all'entrata. Nel paragrafo 2.3 analizzerò le conseguenze sulla concorrenza di siffatta situazione, evidenziando come di fatto, dal momento che tale oligopolio venne costituito, non ci fu alcun tentativo di ampliare il mercato introducendo un maggior tasso di competizione.

Il terzo periodo, che possiamo definire contemporaneo, va dal 1997 ad oggi, ed è caratterizzato dalla proliferazione di normative volte a disciplinare i vari profili delle agenzie di rating e ad assegnare una valenza regolamentare e giuridica al rating di credito.

La situazione attuale ricalca fedelmente quella creatasi negli anni '70: i tre massimi operatori, *Standard & Poor's, Moody's e Fitch Ratings* gestiscono su scala mondiale il rating di credito, godendo di un oligopolio legale rimasto invariato. È difficile tracciare un giudizio sul terzo periodo temporale delineato. Soprattutto nell'ultimo decennio la volatilità dei mercati, la crisi globale e disastri finanziari multipli hanno reso il mondo del rating e della finanza di difficile comprensione. Per di più, sono stati mossi i primi passi verso una regolamentazione concreta, a seguito della

denuncia da parte del Presidente americano Obama contro Standard & Poor's, del declassamento del debito sovrano statunitense, ed in Italia successivamente alla denuncia congiunta da parte della Procura di Trani e del Comando Generale della Guardia di Finanza.

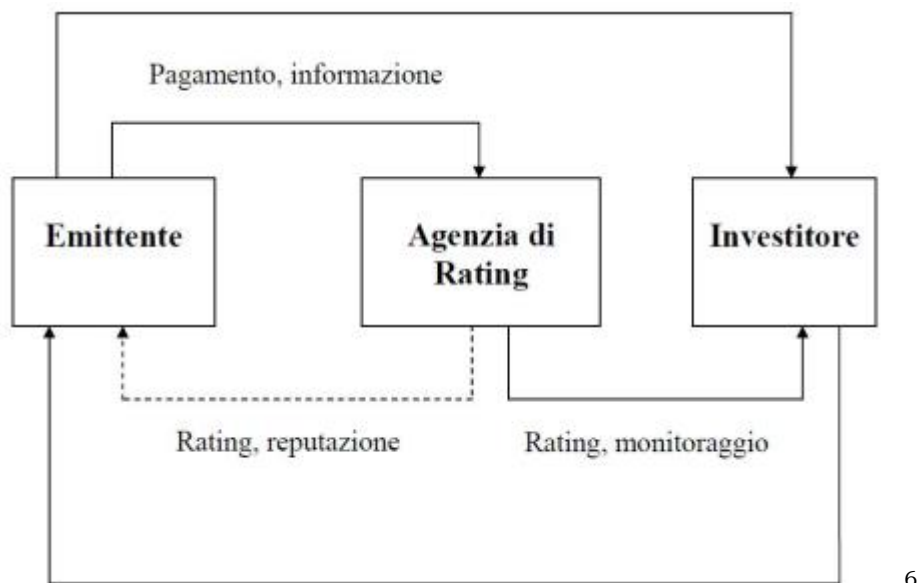
1.3 Funzione del rating

Le agenzie operano analizzando la probabilità di default per gli emittenti oggetto di valutazione, esprimendo con il “rating” il livello di affidabilità relativamente alla capacità di solvenza dell'emittente stesso. Generalmente l'analisi viene condotta avendo come oggetto una valutazione previsionale sulla capacità di un ente di soddisfare regolarmente i propri debiti per capitale ed interessi, andando quindi a verificare se l'operatore in questione stia sottoscrivendo capitale di debito godendo di una posizione di solvibilità effettiva. Si tratta, dunque, di una valutazione che non riguarda tutti i rischi cui è soggetto il sottoscrittore, ma esclusivamente il rischio di credito dell'emittente.

Oggetto della valutazione non è quindi il rendimento dei titoli emessi, la valutazione prodotta non fornisce un giudizio di merito riguardo la convenienza ad impiegare capitali in una determinata società quotata, bensì il rischio di insolvenza insito nei titoli stessi. L'oggetto è quindi la *genuinità* del titolo, non la *redditività*.

Il confine è labile, ma la profonda strutturazione finanziaria dei titoli mobiliari consente margini di manovra di difficile comprensione, costringendo a muoversi in uno scenario dalla definizione incerta. L'analisi in questione sposta quindi il focus su in informazione di tipo qualitativo, abbandonando l'analisi finanziaria del rendimento dei titoli.

La figura sottostante esprime il “ciclo del rating”, evidenziando i rapporti che si instaurano tra emittente-agenzia-investitori. Il concetto base espresso viene ulteriormente approfondito ed analizzato a seguito della figura 2, arricchito da un’analisi completa delle varie funzioni delle agenzie, che contribuisce a chiarire quale sia il significato del rating stesso.



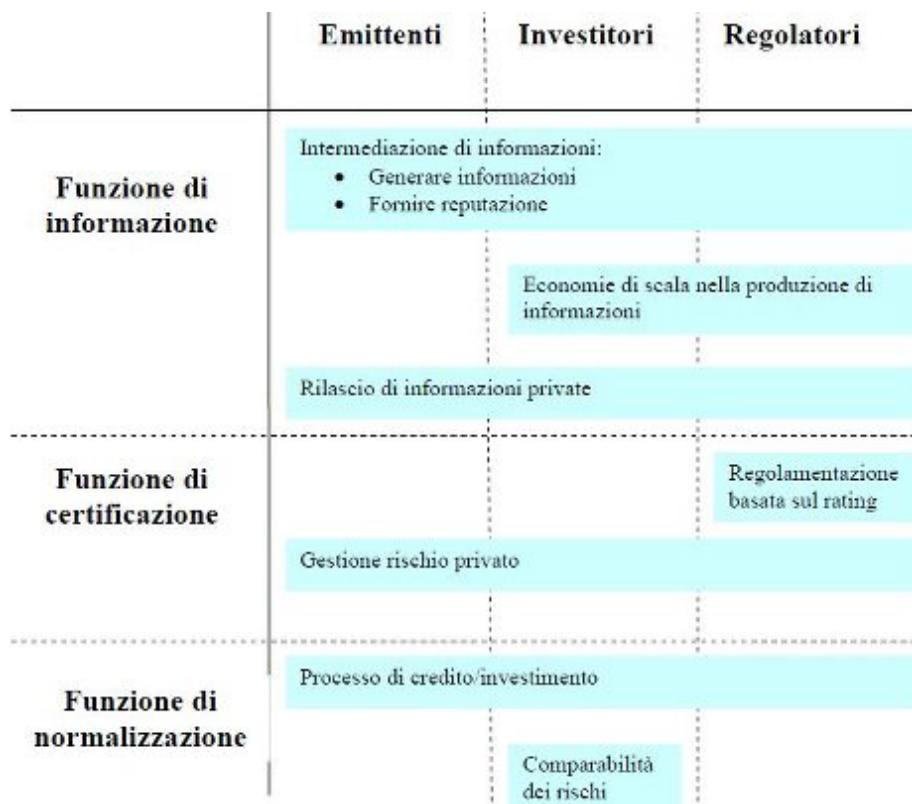
La funzione del rating fin qui trattata consente di evidenziare i vari ruoli che ricoprono le agenzie di rating, consentendo di distinguerne tre⁷:

1. **Funzione di informazione:** le agenzie in questo caso fungono principalmente da intermediari di informazioni tra coloro che emettono titoli e gli investitori, riassumendo, dopo un’accurata analisi, le indicazioni fondamentali del merito creditizio in una semplice lettera, che sta ad indicare una precisa classe di rating, dunque, un giudizio più o meno positivo, in base ad una scala, ovviamente dietro pagamento di un certo ammontare da parte dell’emittente

⁶ Figura 1, ciclo informazioni/prodotti del rating, scambio flussi informativi. Fabian Dittrich, “The credit rating industry: competition and regulation”, Università di Colonia, 2007

⁷ www.freefoundation.com “Le agenzie di rating”, I dossier

2. **Funzione di certificazione:** favorisce la regolamentazione della sorveglianza all'interno dei mercati finanziari. Emettendo centinaia di migliaia di rating l'anno, le agenzie contribuiscono a mantenere, nonostante i problemi intrinseci legati alla loro attività, un monitoraggio costante dei mercati.
3. **Funzione di normalizzazione:** consente un continuo adeguamento delle fonti informative dei mercati, rendendo costante e globale l'informazione circolante nei mercati dei titoli



8

⁸ Figura 2, Rapporti Emittenti-Agenzie-Investitori Fonte: Fabian Dittrich, "The credit rating industry: competition & regulation", Università di Colonia, 2007

La figura riassume le funzioni elencate precedentemente, contribuendo con l'aiuto grafico a chiarire quali siano gli elementi forniti con i differenti ruoli ricoperti.

Partendo dalla funzione informativa, innanzitutto questa contribuisce a colmare il gap informativo tra emittenti ed investitori, risolvendo, almeno in parte, il noto problema dell'asimmetria informativa.⁹ Ci sono diversi risultati per questa funzione: per quanto riguarda la relazione tra emittenti ed investitori, si generano informazioni e si contribuisce a costruire per l'emittente una più o meno positiva "reputazione" (vedi paragrafo 1.5 per gli approfondimenti), un ulteriore prodotto è il rilascio di informazioni private utili ad arricchire il bagaglio conoscitivo degli investitori stessi. Per quanto riguarda l'effetto sulla totalità del mercato, invece, va sottolineato il prodotto che va ad interessare Investitori e Regolatore, che possono entrambi beneficiare di preziose economie di scala per quanto riguarda le informazioni prodotte; questo grazie all'elevato numero di valutazioni che quotidianamente, ed in molti settori, vengono emesse dalle principali agenzie di rating.

Passando alla funzione di certificazione si può notare come il vantaggio di tale ruolo vada totalmente a favore degli Investitori e del Regolatore: per i primi si produce un bagaglio informativo di preziosa utilità per la gestione del rischio privato in sede di investimento, per il regolatore invece si presenta la possibilità di usufruire delle informazioni prodotte per poter costruire una

⁹ Il ruolo delle agenzie di rating colma l'asimmetria informativa presente nei mercati a termine: questi sono quei mercati nei quali il bene oggetto di transazione viene scambiato contro il prezzo ad una prestabilita scadenza futura, ma con il prezzo stesso fissato nel momento presente. Nel nostro caso, le agenzie di rating valutano oggi la solvibilità di un emittente, nulla potendo di fronte all'effettivo variare delle condizioni strutturali dell'emittente stesso, che possono mutare a seguito dell'andamento del settore di riferimento. Tuttavia, dato che nulla si può contro lo svilupparsi delle dinamiche di mercato, comunque si ritiene colmato, al tempo 0, ovvero al momento dell'emissione della valutazione da parte dell'agenzia incaricata, l'asimmetria informativa tra emittenti e investitori. Le operazioni a termine sono tipiche della borsa valori, della borsa merci e dei mercati valutari.

Elaborato da "Politica Economica e Strategie Aziendali", Nicola Acocella, IV edizione, Carocci.

regolamentazione dell'attività del rating di credito che parta proprio dal prodotto dell'attività in se.

Come in statistica, dove la *normalizzazione* consiste essenzialmente nel limitare l'escursione di un insieme di valori entro un certo intervallo predefinito, così il ruolo di normalizzazione delle agenzie di rating consente di godere dei benefici di una mappatura regolatoria per tutto il mercato dell'emissione dei titoli e loro successivo investimento. Pensando all'ammontare enorme di valutazioni prodotte in un anno dalle maggiori agenzie di rating, si riesce facilmente a capire come questa attività fornisca un range informativo ben definito, ottimo per "normalizzare" le nuove informazioni in un binario solcato e di facile interpretazione.

1.4 Tipi di rating, scale, livelli

Il rating è assegnato contrassegnando la valutazione tramite diverse scale di valori, le quali si differenziano a seconda dell'agenzia che si occupa di emettere il rating stesso.

Il linguaggio base delle valutazioni è su scala alfabetica, tuttavia all'interno delle stesse troviamo valori che possono essere espressi in chiave alfanumerica.

Come ho già esposto nel paragrafo 1.2, originariamente il rating veniva, e viene ancora oggi, suddiviso in due grandi blocchi:

1. *Investment Grade*

2. *Speculative Grade*

Questa prima categoria di giudizio si basa esclusivamente sulla natura del titolo analizzato, tenendone in considerazione il rischio

di credito, senza includere parametri di natura temporale o simili.¹⁰

L'*investment grade* include indicatori dell'affidabilità di azioni od altri strumenti finanziari, posizionandoli nei gradi di giudizio dal 1° al 10°.

Sono titoli sottoscrivibili dagli investitori istituzionali in quanto, secondo le varie legislazioni nazionali, esiste un limite minimo di valutazione sotto il quale questi non possono trattare. In questa fascia troviamo i titoli più sicuri.

Le tre maggiori agenzie presentano scale con parametri di giudizio simili, si distinguono semplicemente per lettere e parametri numerici indicatori della fascia. Generalmente sono incluse nella fascia *investment grade* società che godono di parametri di bilancio solidi, ottima capitalizzazione e che ricoprono posizioni di leadership nel proprio settore.

Implicitamente, la classificazione di *investment grade* sottintende una qualità medio-alta dello strumento finanziario.¹¹

Lo *speculative grade*, al contrario, raduna gli indicatori di rating dalla 11° alla 26°, classificando tutti i giudizi relativi a società che evidenziano una struttura economico finanziaria non solida, che lascia presagire una possibile insolvenza sulle posizioni debitorie sottoscritte. L'appartenenza dei titoli emessi a questa fascia ne vieta la sottoscrizione agli investitori istituzionali essendo concreto il pericolo di *default*, ritenuto possibile dal primo step della fascia speculative, via via a crescere fino all'ultimo.

¹⁰ www.bluerating.com "Funds & Investments", portale finanziario

¹¹ www.borsaitaliana.it sezione "sotto la lente", rubrica di approfondimento finanziaria

Una seconda categoria di classificazione operata dalle agenzie di rating prevede una suddivisione dei giudizi elaborati secondo un parametro temporale:

- **Breve Termine**
- **Lungo Termine**

La particolarità di questa suddivisione sta nel fatto che le categorie non sono isolate l'una dall'altra e, soprattutto, per ogni emittente possono essere espressi più giudizi, considerando molteplici riferimenti temporali. Molto spesso infatti gli emittenti che operano con *strumenti derivati* richiedono valutazioni che siano in grado di fornire parametri in riferimento a più "epoche", dal momento che l'emissione dei loro titoli si confronta con un core business improntato proprio sulla multi periodicità.

La distanza tra una valutazione di tipo "breve" ed una "lunga" può far registrare un gap di molti anni: a seconda del tipo di analisi richiesta le agenzie possono monitorare un soggetto emittente per pochi giorni, o per periodi molto prolungati.

Una particolare categoria di rating è quella dei c.d. *unsolicited rating*, ovvero di giudizi emessi dal valutatore sponte propria. Questo fenomeno costituisce una prassi in larga diffusione, che pone una duplice chiave di lettura: da una parte incrementa il potenziale conflitto di interessi delle agenzie, dal momento che a seguito della valutazione non richiesta l'emittente potrebbe decidere di pagare un incarico con il fine di modificare il giudizio non ottenuto, dall'altra invece potrebbe ricoprire un ruolo dal valore informativo prezioso, poiché soprattutto in mercati più piccoli e meno conosciuti potrebbe fornire parametri informativi inediti.

Nella tabella che segue si può riscontrare come i rating delle maggiori agenzie siano strutturate su questa base, proponendo una divisione in due categorie, a loro volta regolate dalle scale.

La tabella riporta tutti i rating considerando sia i settori *investment & speculative*, sia il breve e lungo periodo.

Moody's		Standard & Poor's		Fitch Ratings		Descrizione	
Lungo Termine	Breve Termine	Lungo Termine	Breve Termine	Lungo Termine	Breve Termine		
Aaa	P-1	AAA	A-1+	AAA	F1+	"Prime" Massima sicurezza del capitale	
Aa1		AA+		AA+		Rating alto. Qualità più che buona	
Aa2		AA		AA			
Aa3		AA-	AA-				
A1		P-2	A+	A-1	A+	F1	Rating medio-alto. Qualità media
A2			A		A		
A3	A-		A-2	A-	F2		
Baa1	P-3	BBB+	A-3	BBB+	F3	Rating medio-basso. Qualità medio-bassa	
Baa2		BBB		BBB			
Baa3		BBB-	BBB-				
Ba1	Not Prime	BB+	B	BB+	B	Area di non-investimento Speculativo	
Ba2		BB		BB			
Ba3		BB-		BB-			
B1		B+	B+	Altamente speculativo			
B2		B	B				
B3		B-	B-				
Caa	Not Prime	CCC+	C	CCC	C	Rischio considerevole	
Ca		CCC				Estremamente speculativo	
C		CCC-				Rischio di perdere il capitale	
/	Not Prime	D	/	DDD	/	In perdita	
/				DD			
/				D			

12

¹² Figura 2.2 tratta da <http://www.borsaforextradingfinanza.net> "guida ai rating di Moody's, Standard & Poor's e Fitch" a cura di Carlo Manzo e Antonio Vanuzzo

Le caratteristiche del rating sono state finora trattate tenendo conto di due tipi di categorizzazioni:

1. **Categorizzazione legata al posizionamento della valutazione nelle scale** → con questa definizione ho specificato quali siano le posizioni facenti parte dell'investment grade, e quali quelle facenti parte alla speculative grade.
2. **Categorizzazione del rating legata al periodo temporale di riferimento** → distinzione tra breve e lungo periodo.

C'è un ulteriore elemento di cui bisogna tenere conto, dal momento che consente di ottenere una valutazione prospettica che temporalmente si colloca oltre le due categorie menzionate: il *rating outlook*.

Definizione: *“A credit or rating outlook indicates the potential direction of a rating over the intermediate term, typically six months to two years. When determining a rating outlook, consideration is given to any changes in the economic and/or fundamental business conditions.*

An outlook is not necessarily a precursor of a rating change, and is often used to maintain the stability of long-term ratings.

The outlook provides information to investors on the potential evolution of a rating, hence it increases the precision of the rating”¹³

Ancora: “ Ratings are forward-looking opinions. A rating outlook goes a step ahead and informs the investor of the likely movement

¹³ <http://lexicon.ft.com/Term?term=credit-outlook> Financial Times Lexicon, “*understanding Economics*”

in the credit quality of the rated instrument. Additionally, investors can use the outlook to differentiate amongst instruments at similar rating levels.”¹⁴

Si tratta di una stima previsionale di lungo periodo, che fornisce un informazione che tiene conto dei possibili cambiamenti di parametri economici e finanziari, tali da modificare la valutazione fornita al momento.

¹⁴ <http://www.icra.in/Files/Articles/RatingOutlook.pdf> la ICRA è un’agenzia di rating associata al gruppo Moody’s, con sede a Gurgaon, India

1.5 Procedura di assegnazione del rating

Il processo di rating può essere suddiviso in 4 fasi¹⁵:

- ❖ *Attivazione o richiesta del processo di rating*
- ❖ *Accordo contrattuale tra le parti*
- ❖ *Processo, formulazione e pubblicazione del rating*
- ❖ *Attività di monitoraggio post rating*

1. Attivazione o richiesta del processo di rating

Il processo di rating si avvia a seguito di tre possibilità:

- *Richiesta da parte di un'emittente*
- *Richiesta da parte degli investitori*
- *Unsolecited rating*

A seconda di chi sia il soggetto richiedente, il rating assume valenze differenti, soprattutto sul piano qualitativo.

La richiesta da parte di un emittente pone lo stesso in una condizione di vantaggio competitivo, dal momento che essere dotati di una valutazione sicuramente costituisce un elemento di trasparenza nei confronti degli investitori, i quali troveranno meno difficoltà nell'effettuare una scelta di investimento consapevole.

¹⁵ Fonti:

1. Top Investor Relations, <http://www.irtop.com/blog/investor-relations-news/231-procedura-di-rating.html>
2. <http://www.moodys.com/sites/products/AboutMoodyRatingsAttachments/200140000389218.pdf?frameOfRef=corporate> Moody's Corporation "understanding Moody's corporate bond ratings & ratings process"
3. http://www.ram.com.my/rating_process.aspx
4. <http://www.eu-ra.com/ITA/RatingCorp.htm>

La richiesta da parte degli investitori produce per gli stessi un vantaggio informativo, essendo un utile parametro di valutazione di un determinato emittente.

L'unsolecited rating, già trattato nel paragrafo 1.4, costituisce un tipo di giudizio non richiesto, ma emesso di propria volontà dall'agenzia. Questa prassi risulta essere abitualmente condotta da Moody's e Standard & Poor's, mentre non gode di un giudizio positivo da parte delle agenzie minori, le quali denunciano questa prassi come semplice *escamotage* utilizzato per acquisire quote di mercato non generate da una domanda di servizio effettiva.

2. Accordo contrattuale tra le parti

Tramite il contratto vengono pattuiti gli obblighi delle parti coinvolte nella valutazione.

Il processo coinvolge attivamente sia le agenzie di rating, sia l'emittente valutato, dal momento che l'elaborazione della valutazione richiede che ci sia un costante e quanto più completo scambio di dati ed informazioni. Attraverso il contratto vengono esplicitati gli obblighi delle controparti.

Oltre agli estremi di natura economica, in sede di sottoscrizione di un contratto di prestazione avente come fine l'emissione di un rating, vengono generalmente pattuite le modalità cooperative necessarie per la produzione di una corretta valutazione: è il momento in cui l'accordo prende la sua vera forma, ed è il momento del processo precedentemente indicato nel quale con molta più probabilità rispetto agli altri si possono verificare pratiche collusive.

Nel caso di *unsolicited* rating l'agenzia si propone spontaneamente al soggetto, che può accettare o meno la proposta di valutazione dell'agenzia.

In caso di accettazione, l'emittente fornirà il materiale richiesto e/o quello considerato "idoneo", altrimenti generalmente le agenzie procedono nella valutazione sfruttando libri contabili e informazioni pubblicate.

Chiaramente questo tipo di valutazione porta ad un giudizio finale basato su fonti diverse da quelle che verrebbero fornite dall'emittente, desideroso di tutelare la propria reputazione e di indirizzare quanto più possibile la valutazione.

Il risultato è un rating che molto spesso non soddisfa chi lo subisce, il quale si trova "costretto" a pagare per un incarico formale e procedere in una collaborazione forzosa avente il fine di modificare il giudizio passivamente ricevuto.

Questa prassi mette in evidenza quale sia il forte potere contrattuale delle agenzie e, di fatto, apre il dibattito sull'effetto che il rating, soprattutto se non richiesto, possa indurre sul regime di mercato di concorrenza, ed in termini di regolamentazione.

3. Processo, formulazione e pubblicazione del rating

Il processo di valutazione vero e proprio si apre sempre con una seduta assembleare, tra i membri del CDA dell'emittente e il team di analisi dell'agenzia di rating.

Nel caso di un "*first time rating*", generalmente l'assemblea di briefing viene tenuta nella sede societaria dell'emittente, nella quale vengono discussi molteplici parametri organizzativi e gestionali.

Il responsabile del team dell'agenzia procede a selezionare un *lead analyst*, ed un *back up analyst*. Il team viene di solito formato

prestando notevole attenzione al settore di competenza del cliente, in modo tale da garantire un risultato ottimale.

Il gruppo di lavoro vero e proprio viene definito *analytical team*, che è incaricato per l'appunto di svolgere un'analisi completa e dettagliata dell'emittente.

Nella riunione introduttiva i temi trattati sono molteplici, tra i più comuni troviamo¹⁶:

- Background ed entità della società oggetto di valutazione
- Andamenti del mercato/settore di riferimento
- Contesto politico e regolamentare in cui la società opera
- Qualità, esperienza, risultati conseguiti, attitudine al rischio del top management aziendale
- Mission e strategia aziendale
- Analisi di bilancio
- Piano dei debiti
- Analisi finanziaria
- Studio di parametri di liquidità e cash flow

Discussi questi parametri, il team di analisi procede nello studio dei vari elementi, avviando definitivamente il processo valutativo.

Nel corso del processo è prassi comune convocare regolarmente delle riunioni con la dirigenza aziendale, per ottenere le cosiddette informazioni di *“follow up”* ed eventuali chiarimenti.

Il lavoro svolto dall'*analytical team*, guidato dal *lead analyst* viene poi passato al *rating committee*, il quale approva, modifica o

¹⁶ <http://www.moody.com/Pages/amr002001.aspx> Sito Ufficiale di Moody's Corporation, "how to get rated". Si noti come il processo di rating sia comune a tutte le "grandi sorelle", differenziandosi solo per l'inversione procedurale di alcuni punti, o per l'importanza attribuita ai singoli parametri oggetto di analisi. Ad ogni modo, la pianificazione della valutazione è comune e non conduce ad un risultato informativo diverso.

relaziona sul lavoro del primo team arricchendo il giudizio di parametri espositivi.

Un rating di credito è una valutazione che potremmo definire “lungimirante”, e, per sua stessa natura, esprime la sensibilità di analisi del team preposto alla sua strutturazione. Il ruolo del *rating committee* è quello di introdurre quanto più possibile oggettività all’interno del processo, accrescendo la comprensibilità dell’analisi che si è svolta, nonché sulla *ratio* che ha caratterizzato l’intera operazione di valutazione.

Per tutti i settori, il processo di valutazione è guidato da una serie comune di principi di base di analisi, tra cui la coerenza globale, l’accento sui fattori qualitativi, e un focus sul lungo termine. Nel corso della strutturazione del rating, specialmente nel caso in cui l’agenzia si trovi a valutare un’emittente per la prima volta, è generalmente un’usanza comune dei lead analyst quella di convocare un *evaluation committee*, organo specializzato che precede la revisione finale del rating committee, nel momento in cui viene terminata la raccolta e la catalogazione delle fonti informative.

Sta alla qualità e alla preparazione del lead analyst convocare all’interno di questo comitato esperti valutatori di assoluto livello, in grado quindi di affrontare ed analizzare tutte le prospettive analitiche relative all’emittente e al settore in cui questi opera. Il giudizio fornito dall’evaluation committee, viene sviluppato con parametri qualitativi e quantitativi che molto spesso vanno aldilà del materiale informativo analizzato, includendo la complessità del settore, il posizionamento dell’emittente al momento attuale e negli esercizi precedenti, ma anche valutazioni riguardo andamenti prospettici di mercati collegati e/o complementari, nonché dinamiche socio politica del paese dell’emittente.

L'obiettivo del comitato è quindi quello di integrare il processo valutativo a livello globale, in modo tale da fornire un rating informativo che possa essere utile ed intellegibile su larga scala, basato su un principio di coerenza ed oggettività. Il ruolo del lead analyst nel corso della riunione del rating committee è quello di presentare il lavoro svolto accompagnato da una relazione, ed accertarsi che tutte le questioni relative alla stesura del giudizio siano presentate e discusse dal pool¹⁷.

Questa fase procedurale è accessibile ai soli membri del pool di valutazione, a prescindere che essi appartengano all'*analytical team*, al *rating committee* o all'*evaluation*.

Nel caso in cui non si tratti di un primo incarico, quindi dell'inizio del rapporto di consulenza tra agenzia ed emittente, la convocazione dell'*evaluation committee* non costituisce un passo obbligato.

Il termine temporale di elaborazione del rating, a partire dal momento della discussione preliminare al rilascio pubblico, è di circa 60-90 giorni. Tempi più brevi o più lunghi sono da imputarsi alla difficoltà di analisi proposta dal caso in esame.

Tuttavia, le agenzie generalmente si mostrano comprensive verso le esigenze degli emittenti, garantendo flessibilità sul lasso di tempo necessario, rispondendo per quanto possibile alle esigenze manifestate dai clienti.

Ci possono essere casi in cui l'emittente ha nuove o ulteriori informazioni che non erano disponibili all'agenzia nel corso della stesura della valutazione.

In questa circostanza il cliente può usufruire del cosiddetto "*external appeal*", ovvero può avvalersi della possibilità di fornire ulteriori

¹⁷ <http://www.moodys.com/> www.standardandpoor's.com www.fitchratings.com "how to get rated" "products & services overview" "understanding ratings"

elementi informativi all'agenzia, con il fine di ottenere una riconsiderazione che porti il rating non ancora emesso più vicino a quello sperato.

L'emittente non può tuttavia avvalersi di questa procedura nel caso in cui non sia d'accordo con l'esito della valutazione, dal momento che, per deontologia professionale, le agenzie garantiscono un percorso condiviso tra analisti e personale addetto alla fornitura di elementi su cui basare la valutazione stessa, per cui eventuali insoddisfazioni devono essere espresse nel corso d'opera.

Nel caso in cui il ricorso all'*external appeal* venga accettato, verrà ritardata la pubblicazione del rating stesso e, contestualmente, se si ritiene che le nuove informazioni apportate dall'emittente possano ragionevolmente modificare la valutazione, si provvede a riunire l'*analyst team* per una nuova conclusione della procedura.

Il rating può essere annullato quando l'*analyst team* reputi inadeguato il pacchetto informativo reso disponibile dall'emittente, oppure quando i limiti temporali di emissione dello stesso giungano a scadenza.

In alcuni casi, può essere l'agenzia stessa a rinunciare all'incarico, restituendo il pagamento all'issuer e non procedendo nella valutazione. Dal momento che sia l'*analyst team* che il rating committee considerano conclusa l'elaborazione del rating, viene redatta una relazione finale, nella quale il *lead analyst* e il *back up analyst* tracciano le conclusioni del lavoro svolto dai team.

Prima della pubblicazione, che avviene con un lascito simultaneo del rating stimato su tutti i mezzi stampa su scala globale, viene data la possibilità all'emittente la possibilità di richiedere una "*formal review*", ovvero una revisione formale dell'elaborato, senza però poter chiedere una rivisitazione qualitativa del rating stesso.

Con la pubblicazione del rating sui mezzi di comunicazione di settore, si ritiene conclusa la fase uno del rapporto di nuova costituzione tra agenzia ed emittente.

4. Attività di monitoraggio post rating

L'ultima fase dell'iter prevede il mantenimento di un rapporto di consulenza costante tra agenzia ed emittente.

Il *monitoring* prevede un'osservazione condotta con cadenze temporali prestabilite attraverso il quale, usufruendo del non interrotto scambio di informazioni, si riesce a prevedere l'andamento del rating espresso originariamente.

Accanto al giudizio originario compaiono quindi delle previsioni, che possono essere di tre tipi:

- *negative* → in caso di possibile declassamento della valutazione
- *positive* → in caso di possibile miglioramento della valutazione
- *developing* → giudizio espresso nel caso in cui le dinamiche economiche e finanziarie del settore di riferimento dell'emittente, o dell'emittente stesso, non consentano di prevedere con un congruo margine di sicurezza i futuri sviluppi e andamenti.

La modifica del giudizio originariamente espresso incide sostanziosamente sulla trasferibilità e commerciabilità dei titoli dell'emittente, motivo per il quale l'attività di monitoring non viene sottovalutata dai clienti delle agenzie, né questa viene considerata dalle agenzie stesse come un'attività secondaria o opzionale.¹⁸

¹⁸ <http://www.moodys.com/> www.standardandpoor's.com www.fitchratings.com "how to get rated" "products & services overview" "understanding ratings"

Capitolo 2 “Chi controlla le agenzie di rating?”

2.1 Controllo delle agenzie di rating e commistioni societarie

L'analisi dettagliata dell'assetto societario delle maggiori agenzie di rating, dal momento che consente di evidenziare gli interessi espressi dai gruppi detentori delle partecipazioni azionarie, è utile per poter valutare quale sia l'effettivo peso delle commistioni societarie e politiche presenti all'interno di questi organismi.

A mio avviso, l'analisi va svolta perseguendo l'obiettivo di illustrare in maniera dettagliata la presenza più o meno ingente di precisi interessi di natura finanziaria e politica all'interno delle agenzie.

Per fornire una risposta adeguata a queste domande è quindi necessario cercare di evidenziare le caratteristiche dei *board*, e del relativo controllo degli stessi.

Nonostante le loro doti “previsionali”, acquisite con dinamiche più o meno trasparenti, e foriere di introiti miliardari, le agenzie di rating sono state incapaci di prevedere la crisi dei mutui *sub prime* del 2007, rendendosi inoltre responsabili di valutazioni poi risultate del tutto errate nei confronti di società di calibro internazionale. Tra i tanti casi, giunsero alla ribalta delle cronache internazionali per gravità e conseguenze nei rispettivi tessuti socio economici, i casi *Lehman Brothers* (2008), *Enron Corporation* (2001) e *Parmalat* (2003)¹⁹.

Per capire come ciò sia stato possibile è necessario, a mio avviso, osservare nel dettaglio la composizione azionaria delle agenzie, cercando però di ricavare dai dati che emergono non solo un indicazione prettamente societaria e rappresentativa delle varie

¹⁹ Paolo Gila e Mario Miscali, “I signori del Rating” pagg. 40-42 Bollati Beringhieri, 2012

percentuali, bensì il vero assetto sottostante l'operato quotidiano delle società che tengono il mondo in pugno.

È possibile avanzare ipotesi che pongano in evidenza come strutture della dimensione e della capacità operativa delle tre sorelle, non solo sarebbero state in grado, ma addirittura avrebbero potuto con facilità (visto che erano proprio loro i garanti di queste società in termini di affidabilità) evitare i disastri finanziari su citati?

Aldilà dell'ormai dilagante moda giornalistica, che riempie i mezzi di comunicazione mondiali di parole dal significato poco chiaro, termini relativi ad artifici finanziari il cui significato è sconosciuto alla maggior parte della popolazione, è possibile condurre un'analisi che consenta di ottenere la vera identità di questi organismi?

Nel prosieguo della trattazione esporrò in maniera articolata e quanto più precisa il vero volto di questa semi sconosciuta realtà.

Le principali agenzie di rating sono tre, le statunitensi *Standard and Poor's* e *Moody*, affiancate nella gestione dell'oligopolio mondiale del rating da *Fitch Ratings*, di proprietà anglo francese.

Controllano complessivamente il 95% del mercato²⁰, fornendo un giudizio sulla qualità del debito per i principali emittenti di titoli. Questi, indipendentemente dal soggetto emittente, che può essere uno stato o una società, vengono valutati relativamente alla capacità di rispettare il debito sottoscritto.

²⁰ Varie fonti, tra gli articoli più esaustivi per quanto riguarda cifre e reports:

- <http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/Finanza%20e%20Mercati/2010/05/ecco-chi-comanda-moody.shtml>
- <http://www.echeion.it/economia/speciale-agenzie-di-rating-che-cosa-sono/>
- [http://en.wikipedia.org/wiki/Big_Three_\(credit_rating_agencies\)](http://en.wikipedia.org/wiki/Big_Three_(credit_rating_agencies))

Le agenzie di rating sono società private partecipate da vari gruppi di interesse, riconducibili a banche e settori della finanza, prettamente di nazionalità anglo americana. Il loro ruolo quindi non è monitorato né garantito da organismi internazionali, tantomeno la composizione dei consigli di amministrazione viene eseguita con procedure controllabili dalle istituzioni o frutto di indicazioni governative.

È importante quindi analizzare l'universo societario sottostante l'azione quotidiana delle tre agenzie, per cercare di avere un quadro complessivo degli assets. Tale ricerca assume un significato concreto dal momento che si riesce a comprendere quale siano le realtà sottostanti i 3 colossi, che molto spesso risultano addirittura essere in concorrenza tra loro, salvo poi scoprire che i maggiori azionisti sono gli stessi per tutte le società e che i giudizi espressi da una o dall'altra organizzazione finiscono poi inevitabilmente per essere seguiti dalle altre.

Comprendere l'interesse che si cela dietro la detenzione di quote di capitale delle agenzie di rating richiede di avventurarsi in un lungo percorso di analisi.

Occorre innanzitutto fare una premessa storico-tecnica.

Il sistema capitalistico muove le sue origini dal fordismo, che prevedeva un sistema economico basato sulla produzione industriale, sull'ottimizzazione dei cicli, sul lavoro, sulla prestazione lavorativa come mezzo per creare disponibilità economica, spesa, consumo ed eventualmente risparmio.

Ora, dal momento che il mondo occidentale ha definitivamente acceso i suoi processi di produzione e crescita in chiave capitalistica all'inizio del XX secolo, per circa 60 anni, finché c'è stato modo di produrre, consumare e crescere, l'economia reale è

stata sufficientemente generosa da offrire sviluppo non solo a fronte della presenza di *asset* produttivi reali, ma anche al “capitale”, ovvero alla creazione di ricchezza tramite l’impiego di somme di denaro in investimenti di natura non materiale, immaginando il “capitale” in sé come rappresentante dell’allora timido mondo finanziario. La finanza perseguiva il ruolo cui era preposta, ovvero la gestione della ricchezza reale per trasformare il surplus derivante da questo elemento in qualcosa di diverso ed equivalente, ma foriero di nuova ricchezza comunque riscontrabile nella realtà economica. Il ruolo era quindi di “tramite” tra il risultato di un’operazione economica, commerciale, industriale, in un’altra di natura differente, ma comunque non astratta.

Ogni sistema economico non può godere di crescita illimitata, motivo per cui si verificò un gap tra le possibilità dell’economia mondiale reale, e le potenzialità dei capitali che iniziavano a non essere totalmente espresse, essendo questi non limitati da vincoli concreti. Da qui l’inizio del distacco sempre maggiore tra ricchezza “reale” e “finanziaria”.

Lo scenario che si aprì manifestò quindi il profondo bisogno di avere nuove regole, motivo per cui una guida che limasse l’asimmetria informativa tra operatori e società in cerca di capitali di terzi da sottoscrivere per finanziare il proprio sviluppo si rese necessaria ed imprescindibile.

E fu proprio questo il ruolo di cui furono investite le agenzie, come abbiamo avuto modo di vedere nel capitolo 1.

L’analisi del distacco tra economia reale e finanziaria è utile come premessa per comprendere quale sia la portata degli interessi in gioco, dal momento che la speculazione finanziaria ruota intorno a poche banche d’affari e gruppi di investimento, che godono del

lasciapassare delle agenzie stesse²¹, e che delle agenzie sono proprietari.

Procederò ora alla presentazione delle tre maggiori agenzie di rating mondiali, nonché all'annunciata analisi delle loro quote partecipative.

Moody's Corporation



In 1909 Moody entered the business of analyzing the stocks and bonds of America's railroads, and with this endeavor, he became the first to rate public market securities.

Fondata nel 1909, è presente in 26 paesi con oltre 4500 dipendenti. Gode di una quota di mercato pari al 40% del settore rating, ha come sede principale l'agenzia di New York, sita nella sixth avenue.

L'assetto societario di Moody's è articolato tra più azionisti, riconducibili a società di spicco del panorama finanziario statunitense, molto spesso aventi a capo uomini di assoluto rilievo, come Warren Buffett.

²¹ Ingo Fender & Janet Mitchell "Structured finance: complexity, risk, and use of the rating" BRI-Banca dei Regolamenti Internazionali, rassegna trimestrale, giugno 2005

Fu quotata alla Borsa di New York nel 1998, dove viene trattato circa il 41.23% del flottante azionario. Come accennato, secondo *Reuters*²² il maggiore azionista, con il 12.47% di quote del capitale è il fondo *Berkshire Hathaway*, holding di proprietà di Warren Buffet.

Il padre fondatore di Moody's è Jonh Moody, giornalista ed imprenditore, che per primo avvertì l'esigenza dei mercati e degli attori finanziari di poter godere di strumenti informativi al passo con la crescita dell'economia statunitense.²³

Tra il 1900 e il 1915 furono essenzialmente tre le tappe che sancirono la nascita dei primi ratings, espressi in dei *manuals* contenenti indicazioni di carattere finanziario ed aziendale:

1. Pubblicazione del "*Moody's Manual of Industrial and Miscellaneous*"
2. Pubblicazione del "*Moody's Analysis of Railroad Investments*", che poneva particolare cura alla trattazione delle potenzialità e dei rischi del settore ferroviario americano, in rapida ascesa.
3. Completamento ed ampliamento dei manuals fino a quel momento pubblicati, con l'aggiunta di inserzioni specifiche che avevano come oggetto l'integrità del settore industriale statunitense.

A John Moody si deve la classificazione alfanumerica del rating, di facile lettura ed immediata comprensione, che nei primi anni '20 del XX secolo portò l'agenzia a coprire quasi il 100% del mercato del rating allora esistente.

²² <http://it.reuters.com/> sezione "finanza e investimenti/società" search function → Moody's Corp

²³ Fonti:

- <http://www.moody.com/Pages/atc001.aspx>
- <http://www.investopedia.com/articles/bonds/09/history-credit-rating-agencies.asp>
- <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/moodys>

Le cifre di Moody's:

- Oltre 9300 clienti
- 2400 le istituzioni statali e private che si servono delle valutazioni di Moody's
- 100 gli stati nel mondo cui l'agenzia assegna regolarmente ratings
- Oltre 29.000 gli emittenti di strumenti finanziari di varia natura che si servono delle valutazioni dell'agenzia
- Circa 3000 i dipendenti nel mondo

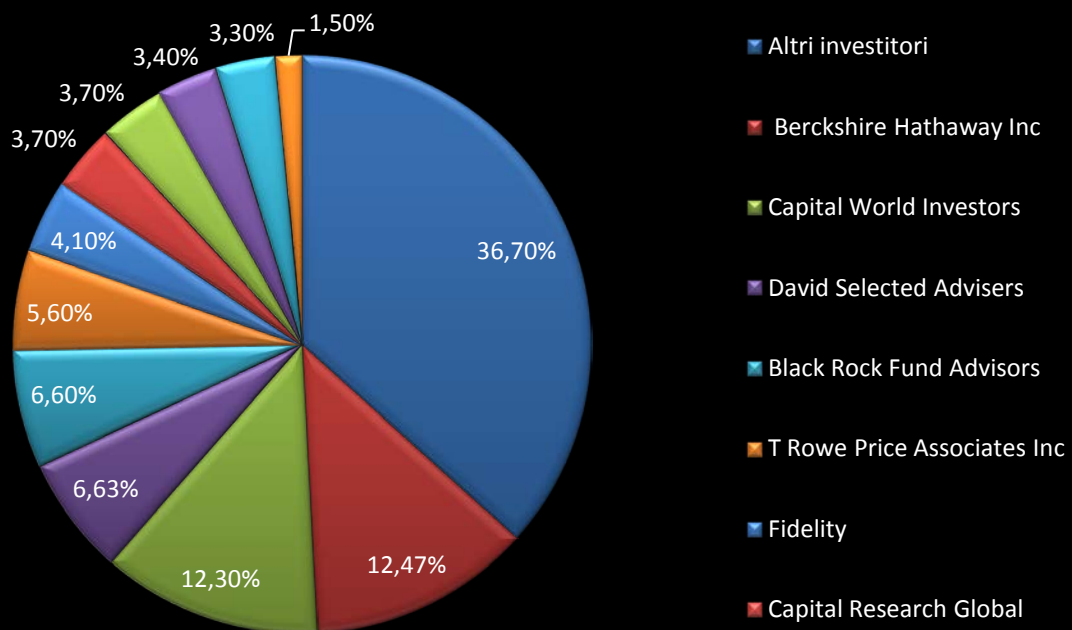
Assetto societario di *Moody's*²⁴

- Berkshire Hathaway Inc 12,47%
- Capital World Investors 12.30%
- The Vanguard Group Inc 3.40%
- T Rowe Price Associates Inc 5.60%
- Black Rock Fund Advisors 6.60%
- State Street Global Advisors 3.30%
- Fidelity 4.10%
- David Selected Advisers 6.63%
- Capital Research Global 3.70%
- Valueact Holdings 3.70%
- Quote azionarie per managers e dipendenti 1.50%
- Altri investitori 36.70%

²⁴

- Paolo Gila e Mario Miscali, "I signori del Rating" pp. 59-61 Bollati Beringhieri, 2012
- <http://it.reuters.com/> sezione "finanza e investimenti/società" search function → Moody's Corp

Assetto societario di Moody's



Standard & Poor's

STANDARD & POOR'S

Fondata nel 1860, è presente in 23 paesi con oltre 10.000 dipendenti. Gode di una quota di mercato pari al 39% del settore rating, con sede principale a New York.

Emette circa 870.000 giudizi di rating l'anno, essendo forse l'agenzia di rating che più gode di impatto mediatico a livello globale.

Standard & Poor's, così come oggi la conosciamo, è il frutto di una storia che vede come protagonisti due differenti istituzioni, lo *Standard Statistic Bureau* e *Poor's Publishing*²⁵.

L'ufficio statistico fu istituito nel 1906, con l'intento di fornire dati ed indicazioni finanziarie. Le origini di Standard&Poor's risalgono al lontano 1860, quando Henry Varnum Poor, fondatore di S&P, pubblicò *History of Railroads and Canals in the United States*; opera precorritrice degli odierni articoli di analisi azionaria. Nel 1906, nacque lo Standard Statistic Bureau con l'intento di fornire dati e informazioni finanziarie, che normalmente non erano disponibili alle imprese statunitensi. Dopo dieci anni, nel 1916, l'attività di *rating* entra a far parte del lavoro svolto dall'ufficio statistico. Nel 1941, nacque Standard&Poor's, grazie alla fusione tra Standard Statistic Bureau e Poor's Publishing, che sin da subito iniziò a fornire i mercati *rating*, indici, valutazioni di rischio

²⁵ fonti:

- <http://www.standardandpoors.com/about-sp/timeline/en/us/>
- <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/standard-poors182.htm>

e dati relativi all'andamento economico/finanziario dei mercati in cui operava.

Nel 1966, Standard&Poor's fu acquisita dal gruppo editoriale McGraw-Hill, casa editrice che detiene il pacchetto di maggioranza dell'agenzia.

Si stima che, ad oggi, oltre \$1,5 miliardi di attività d'investimento sono collegate agli indici pubblicati da S&P, mentre più di \$5 miliardi hanno come parametro di riferimento (*benchmark*) i giudizi dell'agenzia.

Il suo organico si compone di circa 8.500 dipendenti, localizzati in 23 paesi nel mondo. S&P's beneficia dell'affiliazione di agenzie localizzate in Cina, Indonesia e Malesia, paesi che, grazie al recente e vigoroso sviluppo dei mercati asiatici, garantiscono all'agenzia sostanziosi introiti, oltre ad un bagaglio informativo di prima qualità.

È a tutti gli effetti un "agenzia di *rating* globale", essendo fra tutte quella che gode del più ampio impatto mediatico.

L'agenzia è divisa al suo interno in 3 settori operativi²⁶:

- S&P's Rating Services

Si occupa del core business del gruppo, cioè delle valutazioni sul merito di credito di emittenti di vario tipo: società, amministrazioni locali, stati sovrani, organismi sovranazionali, fondi, titoli finanziari.

- S&P's Capital IQ

Questa sezione è a sua volta suddivisa in due gruppi distinti:

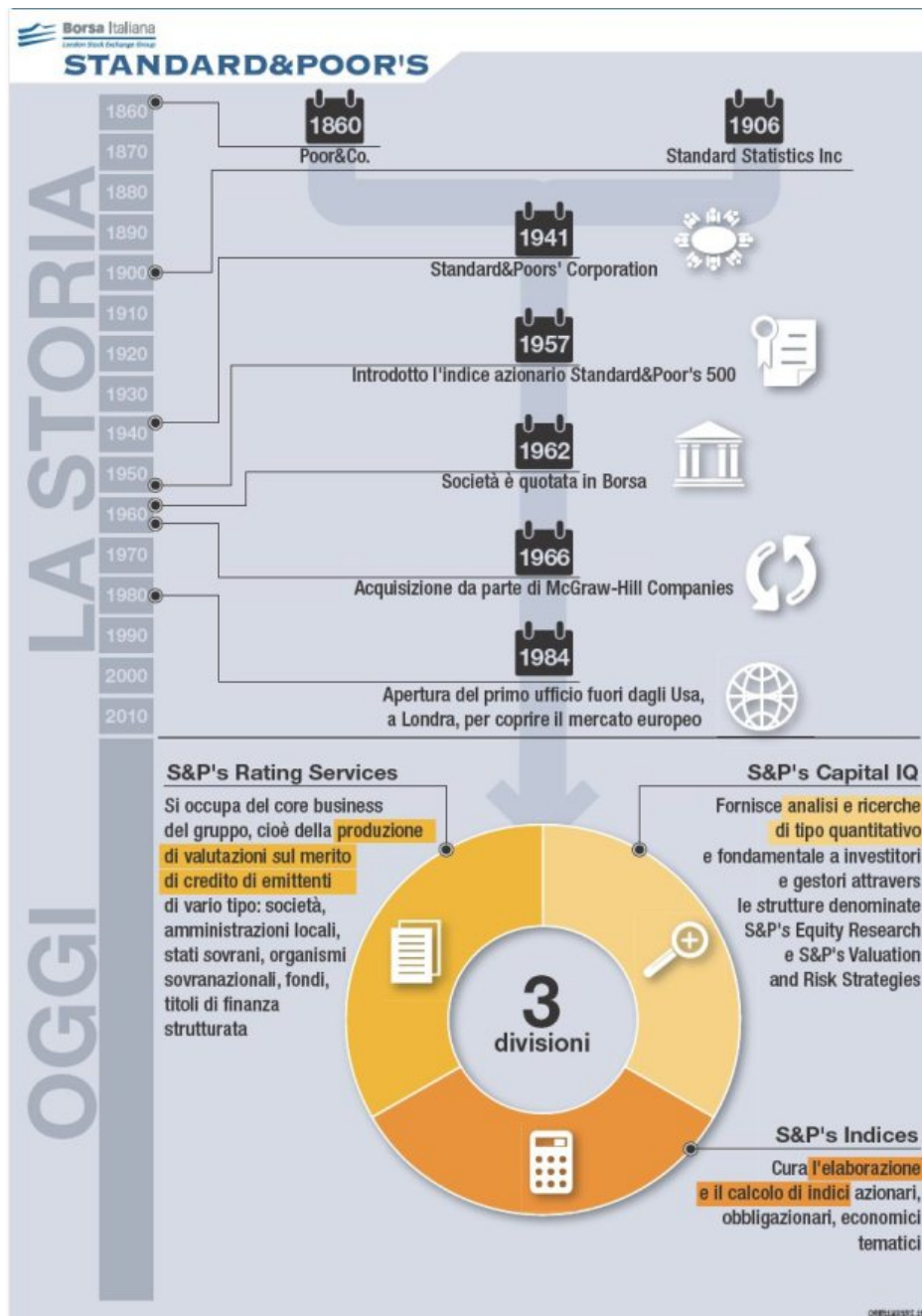
- S&P's Equity Research
- S&P's Valuation & Risk Strategies

²⁶ <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/standard-poors182.htm>

Forniscono analisi e ricerche di tipo quantitativo e fondamentale, offrendo il loro prodotto prevalentemente a investitori e gestori.

- S&P's Indices

Cura l'elaborazione e il calcolo di indici azionari, obbligazionari, economici e tematici

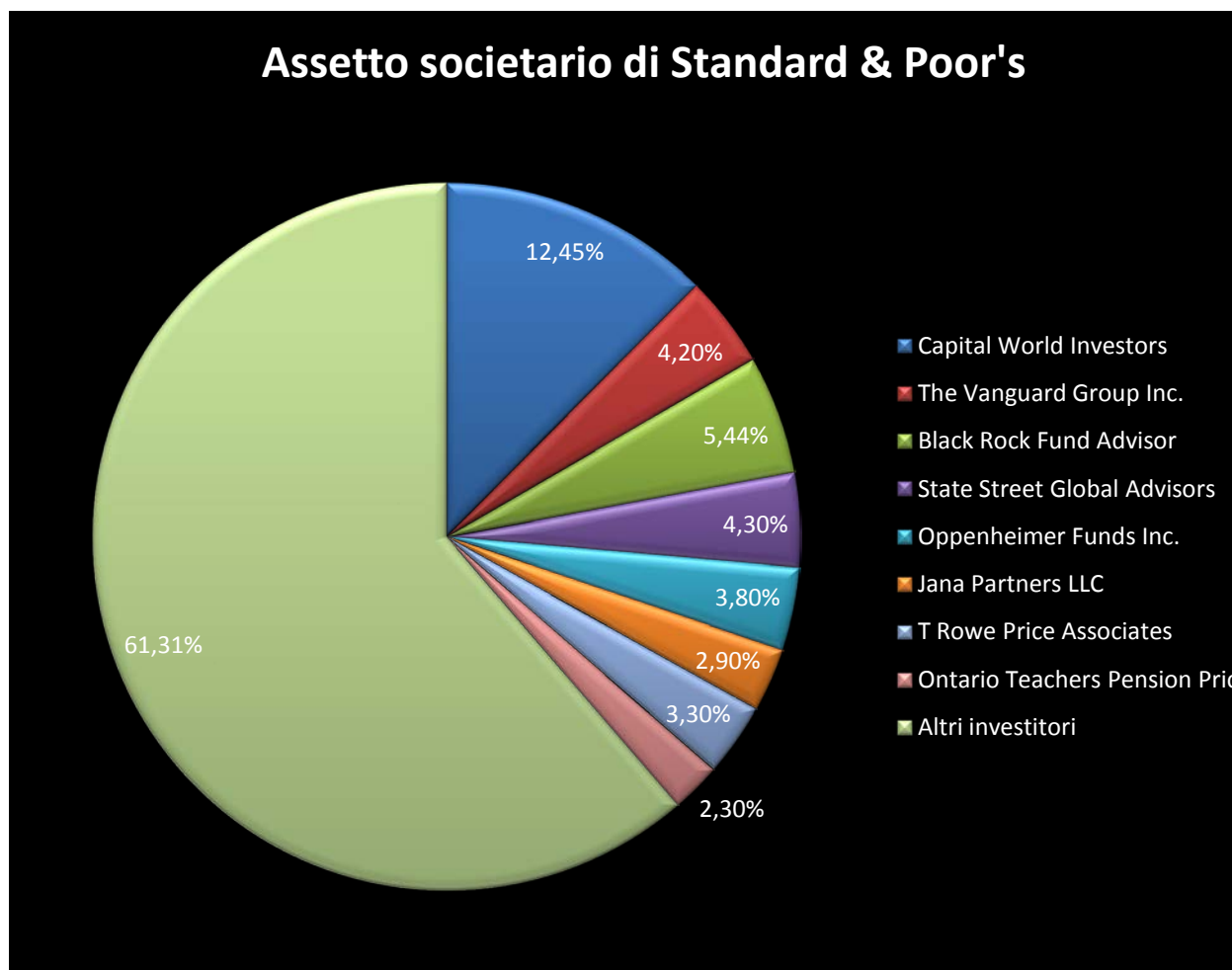


27

²⁷ Figura tratta da <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/standard-poors182.htm>

Assetto societario di Standard & Poor's²⁸

- Capital World Investors 10.26%
- The Vanguard Group Inc. 4.58%
- Black Rock Fund Advisor 4.47%
- State Street Global Advisors 4.25%
- Oppenheimer Funds Inc. 4.04%
- Jana Partners LLC 3.48%
- Altri investitori 68.92%



28

- Paolo Gila e Mario Miscali, "I signori del Rating" Bollati Beringhieri, 2012
- <http://it.reuters.com/> sezione "finanza e investimenti/società"

Fitch ratings

FitchRatings

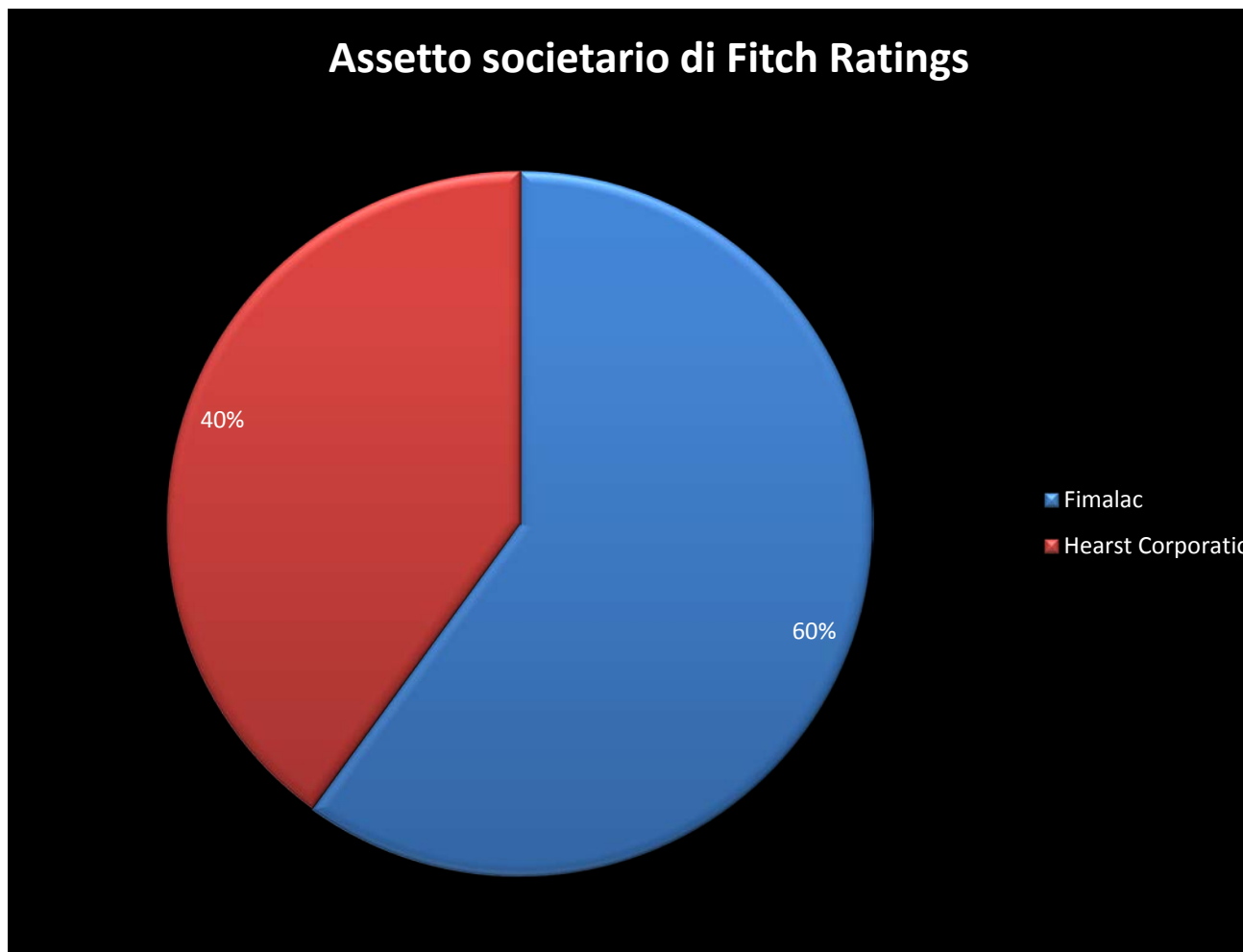
Fondata nel 1913, è presente in 51 paesi con circa 2000 dipendenti. Gode di una quota di mercato pari al 16%, con sede principale a New York e Londra. È la più piccola delle tre, e l'unica ad azionariato europeo. L'agenzia ha prodotto nell'ultimo anno utili per 559 milioni di euro, conseguendo un profitto operativo pari a 151 milioni. Sicuramente si attesta dietro le statunitensi per fatturato e redditività, ma risulta essere l'agenzia con la maggiore dislocazione su scala globale.

A questa agenzia va imputata la paternità della familiare scala di rating da "AAA" a "D", usata a partire dal 1924, e che assicurò a questa agenzia un grande successo presso gli investitori, divenendo anch'essa un *benchmark* per le decisioni sugli investimenti.

Dopo essere stata ricapitalizzata nel 1989, e con un nuovo management, Fitch è andata incontro ad una vertiginosa crescita, che è passata anche attraverso una fusione con la britannica *IBCA Ltd.* nel 1997. Essa è stata poi acquisita dal gruppo *Fimalac S.A.*, intenzionato a far sì che Fitch diventasse un'agenzia di rating globale.

Assetto societario di Fitch Ratings²⁹

- Fimalac 60%
- Hearst Corporation 40%



29

- Paolo Gila e Mario Miscali, "I signori del Rating" pp.64-69, Bollati Beringhieri, 2012
- <http://it.reuters.com/> sezione "finanza e investimenti/società"

2.2 Commistioni societarie

Definite le partecipazioni, ed escludendo da questa trattazione Fitch Ratings, che è partecipata solo da due società, è facile rilevare come ci siano 4 investitori presenti in entrambe le agenzie americane:

- Capital world investors
- State street corporation
- Black Rock Fund
- The vanguard group

Si nota come queste 4 società siano le principali detentrici di quote azionarie.

Si tratta di società di gestione del risparmio e di fondi di investimento.

Complessivamente, il 23.56% del capitale sociale di Standard & Poor's e il 25.60% di Moody's sono suddivisi tra questi quattro macro azionisti.

	S&P's	Moody's
• Capital World Investors	10.26%	12.30%
• Vanguard Group	4.58%	3.40%
• State Street Global	4.25%	3.30%
• Black Rock	4.47%	6.60%

CAPITAL WORLD INVESTORS³⁰

The logo for Capital World Investors, featuring the words "CAPITAL WORLD" stacked above "INVESTORS" in a bold, serif font, centered within a light gray rectangular background.

Capital World Investors, una delle più grandi società di gestione del risparmio Usa, ha investito circa 2.5 miliardi di dollari su partecipazioni azionarie interne alle due più grandi agenzie di rating mondiali: è infatti il primo azionista di *McGraw Hill*, il gruppo editoriale statunitense che controlla S&P's, ed allo stesso tempo detiene la seconda quota di Moody's, pari al 12.30%.

³⁰

- http://www.ilsole24ore.com/art/notizie/2011-05-15/tutti-intrecci-azionisti-agenzie-081225_PRN.shtml
- <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2013-01-17/agenzie-restano-troppi-conflitti-064157.shtml?uuid=AbvBd9KH>

STATE STREET CORPORATION³¹



STATE STREET

State Street Corporation è una società finanziaria americana quotata sul NYSE e con sede a Boston.

La società opera in 26 paesi in tutto il mondo occupandosi principalmente dell'attività di banca depositaria (custodia globale, controllo di regolarità delle operazioni, calcoli, amministrazione delle quote dei fondi e di servizi ausiliari come gestione dei cambi e del prestito di titoli).

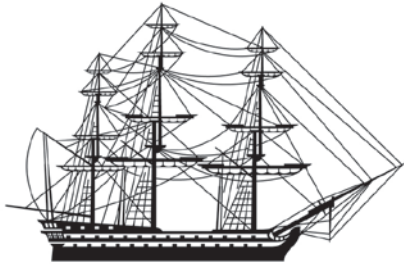
State Street gestisce circa il 40% dei fondi negli Stati Uniti e il 37% dei fondi pensione. In Giappone, la quota nel mercato dei fondi è di circa il 30%, mentre in Germania, Canada e Regno Unito è circa il 20%.

Nel maggio 2010 State Street ha acquisito il ramo banca depositaria di Intesa San Paolo.

Detiene il 4.25% di Standard & Poor's e il 3.30% di Moody's.

³¹ http://it.wikipedia.org/wiki/State_Street

VANGUARD GROUP



Vanguard®

Fondato nel 1975, il gruppo Vanguard fornisce la possibilità di accedere a fondi comuni di investimento e di avvalersi di servizi di intermediazione finanziaria. Vanguard vanta un asset di gestione pari a 1600 miliardi di dollari, compresi 152.000 milioni di dollari negoziati in fondi quotati in vari listini di borsa.

Quick Vanguard facts³²

Corporate headquarters	Valley Forge, Pennsylvania
Founded	May 1, 1975
First fund	Wellington Fund (inception date: July 1, 1929)
U.S. offices	<ul style="list-style-type: none">• Charlotte, North Carolina• Scottsdale, Arizona• Valley Forge, Pennsylvania
International offices	<ul style="list-style-type: none">• Amsterdam, the Netherlands• Brisbane, Australia• Hong Kong• London, England• Melbourne, Australia• Paris, France• Perth, Australia• Singapore• Sydney, Australia• Tokyo, Japan• Toronto, Canada• Zurich, Switzerland

³² <https://investor.vanguard.com/about/who-we-are>

Total assets	Approximately \$2 trillion in U.S. mutual funds (as of December 31, 2012)
Number of funds	Approximately 170 U.S. funds (including variable annuity portfolios), plus additional funds in international markets
Chairman and CEO	F. William McNabb III
Board of directors	Our board members
Top management	Our management team
Number of employees (crew)	Approximately 13,500 in U.S. and international locations (as of December 31, 2012)
Average expense ratio	0.19% (expenses as a percentage of 2012 average net assets)
Mailing address	P.O. Box 2600, Valley Forge, PA 19482

BLACK ROCK

BLACKROCK

I tre principali operatori dell'attuale BlackRock hanno iniziato a operare nel 1988 all'interno del *Blackstone Group*, come gruppo di gestione finanziaria.

Nel 1992 Laurence D.Fink, Ralph Schlosstein e Keith Anderson si separarono da *Blackstone* e fondarono *BlackRock*, società di risparmio gestito.

Tre anni più tardi, nel [1995](#) BlackRock si fuse con *PNC Financial Services*. Verranno poi incorporate, nel 2006 la *Merrill Lynch Investment Managers* (MLIF) e nel marzo 2009 la *Barclays Global Investors* (BGI) per 13,5 miliardi di dollari, che portò in dote *iShares*, uno dei principali fornitori di ETF al mondo.

BlackRock nel 2009 è diventato così il più grande gestore di risparmio al mondo con oltre 3.350 miliardi di dollari.

BlackRock è leader nell'offerta di servizi di consulenza all'investimento, nella gestione del risparmio, e nella gestione del rischio, servizi che offre a clienti sia istituzionali sia privati distribuiti in oltre 60 Paesi al mondo. La Società offre una vasta gamma di soluzioni d'investimento nel reddito fisso, nel segmento azionario e monetario, investimenti alternativi e *real estate*. Attraverso *BlackRock Solutions* - risultato di continui investimenti in sistemi tecnologici integrati altamente sofisticati - BlackRock offre soluzioni di gestione del rischio e piattaforme d'investimento ad un'ampia rosa di clienti istituzionali, detentori di un patrimonio complessivo di oltre 7.000 miliardi di dollari. Con sede principale a New York ed oltre 40 uffici dislocati in 22 Paesi, BlackRock vanta un'importante presenza nei principali mercati finanziari quali Europa, Stati Uniti, Asia, Australia e Medio Oriente.

BlackRock nel 2009 a seguito della fusione con *Barclays Global Investors* ha ereditato dalla società inglese numerose partecipazioni in società italiane, per un totale di circa 8,9 miliardi di euro.

Al 10 dicembre 2009, BlackRock risultava titolare di azioni di molte società che compongono l'indice [FTSE MIB](#) di Piazza Affari³³:

³³

- <http://www.ilfattoquotidiano.it/2013/01/31/blackrock-fondo-speculativo-usa-che-si-fa-largo-in-unicredit/485418/>

- *Atlantia* - 2,217%
- *Banca Popolare di Milano* - 3,259%
- *Banco Popolare* - 3,543%
- [Bulgari](#) - 2,655%
- [Enel](#) - 3,016%
- [Eni](#) - 2,724%
- [Fiat](#) - 2,744%
- [Finmeccanica](#) - 2,246%
- [Fondiaria Sai](#) - 2,894%
- [Generali](#) - 2,948%
- [Intesa Sanpaolo](#) - 3,083%
- [Mediaset](#) - 5,875%
- [Mediobanca](#) - 3,013%
- [Parmalat](#) - 3,112%
- [Prysmian](#) - 3,112%
- [Saipem](#) - 2,575%
- [Telecom](#) - 2,823%
- [Terna](#) - 2,047%
- [Ubi Banca](#) - 3,094%
- [Unicredit](#) - 3,106%
- [Pirelli & C](#) - 2,022%

L'elenco illustra quale sia la diffusione e il potere di questo fondo d'investimento. Nel nostro paese sono, come si può vedere, molte le società in cui vengono detenute quote partecipative.

-
- <http://it.wikipedia.org/wiki/BlackRock>

2.3 Il caso BlackRock³⁴

Alla luce delle analisi svolte finora, possiamo affermare che i controllori delle agenzie di rating hanno senza dubbio un ruolo nei mercati finanziari che pare porli nella posizione di unici regolatori dei cicli di emissione di titoli e conseguente giudizio degli stessi.

Il controllo e la direzione globale comportano un potere di influenza enorme, ramificato, ma di difficile lettura.

Gode di una posizione dominante in America negli ETF e negli ETC, presiede la borsa di Milano con la gamma di prodotti *iShares*, appartenenti all'indice ETF Plus della Borsa Italiana.

Figura di spicco è sicuramente Laurence Fink³⁵, cofondatore del fondo d'investimento con Ralph Schlosstein e Keith Anderson.

I tre analisti finanziari avevano lavorato insieme al *First Boston Capital*, dove si erano occupati di investimenti e gestione di fondi, e dove Fink aveva sviluppato una particolare categoria di nuovi prodotti legati ai mutui ipotecari.

La svolta avvenne nel 1988, quando i tre decisero di accostare alla loro attività di *sell side*, già sviluppata, una complementare struttura di operazioni sul lato del *buy side*.

Spiega così Heicke Butcher³⁶: “ *Wall Street è divisa in due gruppi: il “sell side”, ovvero e banche che confezionano prodotti finanziari, li strutturano, li catalogano, accorpano e rendono pronti per la vendita, e il lato “buy side”, ovviamente formato da coloro che li comprano: grandi investitori come i fondi pensione, le fondazioni, i fondi di*

³⁴ Paolo Gila e Mario Miscali, “I signori del Rating” pp. 70-84 Bollati Beringhieri, 2012

³⁵ H. Buchter, “L'astro nascente di Wall Street”, in “Die Zeit”, in [Internazionale, n. 899, 27 maggio 2011](#)

³⁶ Intervista in “L'astro nascente di Wall Street” in “Die Ziet” traduzione italiana in “Internazionale” numero 899, 27 Maggio 2011

investimento e le divisioni finanziarie delle multinazionali. Fink ha messo le conoscenze maturate nel sell side a disposizione del buy side, ed ha valutato da esperto indipendente le offerte delle banche, riuscendo di fatto a dominare l'intero ciclo.”

In questo modo le competenze di gestione dai due lati del mercato finanziario furono completate e riunite in un unico soggetto, che gode quindi di una capacità a tutto tondo per compiere operazioni finanziarie complete, dal concepimento alla sottoscrizione del pagamento.

Oggi BlackRock è uno dei principali azionisti della piattaforma borsistica che comprende New York e Francoforte, grazie ad una loro fusione per integrazione.

Al 31 marzo 2011, BlackRock dichiara nei suoi documenti ufficiali pubblici di gestire **3.648 miliardi di dollari** di patrimoni amministrati: una cifra incredibile, pari all'intero Prodotto Interno Lordo della Germania, superiore anche a quello italiano che oltrepassa i 2.000 miliardi di dollari. Si tratta probabilmente della più grande azienda finanziaria della storia che, in virtù dei collegamenti con i maggiori investitori privati e istituzionali del mondo, dispone ovviamente di un potere senza equivalenti.

Proprio in Germania BlackRock controlla quote azionarie di alcune delle principali aziende tedesche³⁷, proprietari di marchi internazionali, tra cui **Adidas**, gruppo industriale multinazionale a base tedesca, specializzato nella produzione di articoli sportivi; **Allianz**, azienda di servizi finanziari con sede a Monaco, specializzata in prodotti assicurativi; **Basf**, acronimo di **Badische Aniline und Soda Fabrik** (*Fabbrica di Anilina e Soda del Baden*), società che conta più di 160 tra filiali e *joint ventures* e possiede siti

³⁷ <http://www.megachip.info/tematiche/kill-pil/6491-padroni-delluniverso-e-sovranita-dei-popoli-il-caso-blackrock.html>

produttivi in 41 paesi in Europa, Asia, Nord e Sud America; la celebre **Deutsche Bank**, quotata in Italia presso Piazza Affari, con sede a Francoforte sul Meno; **Merck**, azienda farmaceutica tedesca³⁸.

Notizia riportata dal Sole24ore, in data 24 aprile 2013, comunica che BlackRock ha superato la soglia del 2% nell'azionariato **Mediaset**, diventando anche nel colosso televisivo un emittente rilevante³⁹.

Come si può facilmente capire, il potere è illimitato e le conseguenze molteplici, anche se di facile rilevazione.

Le sue presenze spaziano da società che vendono prodotti finanziari (*sell side*), a operatori, gestori e privati che li acquistano (*buy side*).

È presente, come già sottolineato, nell'azionariato di Moody's e S&P's.

Così Paolo Gila e Mario Miscali:

“Non è curioso che le agenzie di rating (partecipate da BlackRock), emettano giudizi su società quotate (partecipate da BlackRock), per conto di investitori e gestori (che hanno rapporti d'affari con BlackRock)?”⁴⁰

In questa domanda il fulcro di tutta l'analisi del mio capitolo “*Chi controlla le agenzie di rating*”, con tutte le conseguenze e le riflessioni che apre in termini di conflitto di interessi, alterazione

³⁸ <http://www.clarissa.it/editoriale301/Padroni-dell-universo-e-sovranita-dei-popoli-il-caso-BlackRock>

³⁹ http://finanza-mercati.ilsole24ore.com/azioni/analisi-e-news/tutte-le-news/news-radiocor/news-radiocor.php?PNAC=nRC_24.04.2013_10.26_14543918&refresh_ce

⁴⁰ Paolo Gila e Mario Miscali, “I signori del Rating” pag.76, Bollati Beringhieri, 2012

dei mercati e, per alcuni, un particolare tipo di abuso di posizione dominante.

Ma non è tutto, dal momento che il potere di BlackRock si manifesta chiaramente anche nella politica statunitense.

In molteplici occasioni, durante l'amministrazione Bush e Obama, il governo americano si è trovato costretto a rivolgersi proprio ai "masters of the universe" per ottenere credito, consulenze e idee per uscire dalle difficoltà economico finanziarie.

Sostiene lo storico Gianfranco Colonna, editorialista di "Eurasia" e della rivista online "Clarissa.it":

*"...non deve sorprenderci che la società americana BlackRock abbia conquistato un peso politico senza pari, dal momento che le stesse autorità di governo si sono rivolte a lei nei momenti più drammatici. Nel marzo 2008, quando fu deciso il salvataggio di Bear Stearns, l'allora responsabile della Federal Reserve, Tim Geithner, chiese alla BlackRock un rapporto sull'esposizione dell'istituto di credito rispetto ai famigerati sub-prime, i titoli legati ai mutui ipotecari spazzatura. Lo stesso è avvenuto poco dopo, quando il governo americano ha affidato a BlackRock il compito di gestire i titoli spazzatura AIG, il colosso assicurativo di cui era in corso l'affannoso salvataggio."*⁴¹

Per completare la trattazione, e legare strettamente l'operato e la gestione di BlackRock alle agenzie di rating, è necessario evidenziare che il fondo diversifica la sua attività, avendo istituito specifici settori della propria organizzazione nel settore della consulenza, in particolare nei servizi per l'analisi di rischio, tramite la divisione *BlackRock Solutions*.

⁴¹ Intervista concessa a Gila e Miscali, in Paolo Gila e Mario Miscali, "I signori del Rating" pagg. 77-78, Bollati Beringhieri, 2012

Per quanto riguarda invece gli investimenti e le valutazioni dei vari paesi, nel 2011 è stato reso pubblico uno studio, ad opera del *BlackRock Investment Institute*, dal titolo “*Introducing the BlackRock Sovereign Risk Index. A more comprehensive view of rating quality*”⁴².

In questo studio vengono esposte le linee guida di investimento del fondo, con una particolare attenzione rivolta alla valutazione politica delle previsioni, delle analisi e degli stessi giudizi.

Il metodo di valutazione BlackRock è basato su un indice di tipo qualitativo, che tiene conto di sedici indicatori settoriali utili ad identificare il livello di rischio connesso al debito pubblico degli stati.

Questi indicatori sono raggruppati in macro aree⁴³:

- Fisco
- Reputazione esterna
- Solvibilità
- Posizione finanziaria
- Salute del sistema creditizio

A fronte di questi elementi, è facile capire come BlackRock, il più grande fondo d’investimento tra quelli che hanno partecipazioni comuni in S&P’s e Moody’, goda di un articolato universo fatto di competenze, dati e servizi.

Ingenti risorse finanziarie, legami particolari con istituzioni politiche, capacità di penetrare i mercati tramite l’acquisizione “coatta”, ovvero esercitata entrando in gioco con enormi disponibilità finanziarie, servizi di consulenza altamente qualificati

⁴²

⁴³ Entrambe le note si riferiscono a:

- G.Colonna, “*Padroni dell’universo e sovranità dei popoli: il caso BlackRock*” disponibile al sito: http://www.clarissa.it/editoriale_int.php?id=301

ed autoprodotti, controllo di piattaforme per la negoziazione presso i maggiori mercati borsistici mondiali, sviluppo e ricerca nell'ambito della finanza, delle analisi previsionali, della matematica finanziaria, nonché la partecipazione diretta nell'azionariato delle agenzie di rating dove concentrare e condensare una serie di informazioni così ottenute rendono a mio avviso il fondo BlackRock più che "degnò" dell'approfondimento riservato, essendo senza dubbio uno dei protagonisti mondiali dell'economia globale e dell'operare quotidiano delle agenzie stesse.

2.2 Attività di rating e conflitto di interessi

Le agenzie di rating operano in una stagione di interventi regolatori aventi come obiettivo quello di evitare comportamenti che possano pregiudicare l'indipendenza e l'affidabilità dei giudizi emessi.

Una problematica cruciale è legata ai potenziali conflitti di interesse, frutto di più parametri che necessitano di essere attentamente monitorati ed analizzati.

Questi sono stati individuati in quattro elementi⁴⁴:

- 1. Struttura di remunerazione⁴⁵**
- 2. Struttura proprietaria (già approfondita nel paragrafo 2.1)**
- 3. Partecipazione alla strutturazione di strumenti finanziari**
- 4. Attività e relazioni dei dipendenti**

I profili di potenziale conflitto di interesse si inseriscono in un contesto caratterizzato da una concorrenza assai contenuta, trovando quindi terreno fertile per la loro effettiva manifestazione.

⁴⁴ Avv. Enrico Granata, presidente della Federazione delle banche, assicurazioni e della finanza, convegno "il Rating: mito, realtà, narrazioni" pagg. 5-6 Venezia, 5 Ottobre 2012

⁴⁵ Paolo Gila, Mario Miscali, "I signori del rating" pagg.129 Bollati Boringhieri, 2012

L'oligopolio mondiale costituitosi a partire dagli anni '70 incentiva notevolmente il perseguimento di politiche anticoncorrenziali, con l'effetto di creare un mercato del rating molto spesso fuorviante o comunque non in grado di esprimere valutazioni congrue, fatto di estrema gravità se si considera il grado di *reliance* globale di cui godono i prodotti delle agenzie.

Gli elementi indicati molto spesso cooperano alla formazione del conflitto, essendo molto difficile poter separare le cause, o comunque trovarne una dominante.

1) Struttura di remunerazione

La più immediata causa di conflitti di interessi è costituita dalla struttura di pagamento.

E' necessario a questo proposito effettuare un breve excursus storico, per comprendere come il modello di retribuzione si sia modificato ed abbia contribuito a generare un potenziale conflitto, passando dal modello *investor paid* all'attuale, *l'issuer paid*.

Negli anni '70 negli Stati Uniti si verificarono alcuni fallimenti societari, che modificarono la reputazione delle agenzie di rating nei confronti degli investitori, sfiduciati per l'appunto da tali accadimenti non previsti dalle valutazioni prodotte dalle stesse agenzie.

Nello specifico, lo scandalo seguito al fallimento della società di trasporti *Penn Central* rese gli investitori stessi molto più esigenti nei confronti degli emittenti, i quali si trovarono costretti a conferire incarichi "su misura", instaurando un rapporto diretto con le agenzie, in modo da usufruire di giudizi sulla natura e bontà delle proprie emissioni.

A fronte di una domanda pressante e precisa da parte degli investitori, gli emittenti si trovarono nella condizione di non potersi più accontentare di un giudizio generico espresso nei manuals.

Il coinvolgimento insito in questi tipo di giudizio era del tutto marginale, gli investitori dovettero quindi incrementare notevolmente il grado di coinvolgimento nella stesura e ricezione del rating.

Questo episodio è stato adottato dalla dottrina come spartiacque tra i due modelli di remunerazione precedentemente illustrati.

Nel modello *investor paid* era l'investitore, a prescindere che fosse un singolo individuo oppure una società, a decidere se avvalersi o meno di un servizio di informazione non personalizzato, non specifico, non corrispondente ad un mandato strutturato.

L'abbonamento ai *manuals* prevedeva la sottoscrizione di una quota annuale, a fronte del pagamento della quale si ricevevano semplicemente dei periodici contenenti informazioni valutative.

Ora, dal momento che questo scandalo sollevò notevoli polemiche riguardo la bontà dei ratings stessi, gli emittenti, come già accennato, furono costretti a dotarsi di valutazioni dei loro titoli più precise ed affidabili, cercarono quindi di colmare questo gap incaricando le agenzie di un mandato specifico, supportato da fonti anche riservate, appunto per ricevere una valutazione quanto più vicina alla reale situazione economico finanziaria della propria struttura societaria.

Il modello *issuer paid* fu adottato con la speranza che, riducendo le distanze tra emittente desideroso di valutazione e valutatore, si riuscisse a fornire ai mercati non più un giudizio generico, ma un intero studio basato su dati, anche di natura sensibile e riservata, forniti direttamente dall'emittente.

Il modello *issuer paid* non è tuttavia esente da problemi.

Il rischio evidente è che l'agenzia, pur di continuare ad emettere rating ricevendo un compenso, possa non valutare correttamente la situazione dell'emittente/cliente, sovrastimando la valutazione. Per di più nel sistema *issuer paid* il cliente può rifiutare la valutazione ricevuta, continuando a pagare e fornendo all'agenzia materiale informativo fino a raggiungimento del rating desiderato. Una stima non conforme alle aspettative del cliente potrebbe comportare la perdita di quest'ultimo, con ingenti perdite di guadagno per l'agenzia, la quale quindi ha tutto l'interesse a mantenere vigente il rapporto di consulenza.

Semplificando il concetto, il rischio è che l'agenzia sia indotta a concedere un rating più elevato di quello corretto per evitare la risoluzione del contratto intercorrente con il cliente.

Questo gioco di strategie prettamente commerciali dà origine al fenomeno conosciuto come "*rating shopping*", il quale vede come parte attiva non solo le agenzie, ma anche il cliente emittente stesso, che può decidere autonomamente di prolungare il periodo di valutazione fin quando l'agenzia di rating non emetta il giudizio desiderato.

Il *rating shopping*, ovvero la compravendita del rating, può portare quindi a situazioni in cui la valutazione finale sia frutto di una complessa trattativa tra agenzia e cliente, con conseguenza facilmente intuibili per quanto riguarda i mercati. Questi ultimi, basando le aspettative di solvibilità di un determinato emittente su questo parametro, vengono facilmente tratti in errore.

Come varie inchieste a fronte di enormi crack societari hanno chiarito, un rating frutto di questo modello è nella maggior parte dei casi falsato e responsabile dei dissesti che ne conseguono.

2) Struttura proprietaria

Nel paragrafo 2.1 ho illustrato nel dettaglio quali sono le strutture proprietarie delle tre maggiori agenzie di rating, evidenziando come una commistione profonda tra vari soggetti nella partecipazione delle stesse comporti problemi a livello di *governance*, mettendo in campo giochi d'interesse che vanno aldilà delle previsioni effettuabili, dal momento che l'ammontare di denaro in gioco è tale da essere molto spesso tenuto all'oscuro dell'informazione di settore.

Nell'ambito del conflitto di interessi l'analisi svolta nel paragrafo 2.1 trova qui una trattazione più approfondita, dal momento che molte sono le conseguenze dipendenti da questa particolare conformazione degli assets societari.

Le fattispecie classicamente riscontrabili sono quattro, per quanto il novero delle possibili combinazioni sia di difficile quantificazione:

1. L'agenzia si trova incaricata a valutare i propri azionisti. Questa fattispecie potrebbe verificarsi nel momento in cui questi siano anche detentori di una quota di maggioranza o significativa dell'emittente oggetto di valutazione
2. L'emittente da valutare è possessore di una quota di maggioranza, o significativa, dell'agenzia di rating incaricata alla sua valutazione
3. L'emittente da valutare è possessore di una quota di maggioranza, o significativa, non solo dell'agenzia incaricata di esprimere una valutazione, ma anche delle quote delle altre maggiori agenzie di rating.

4. Situazione per la quale l'agenzia di rating incaricata di esprimere una valutazione possiede una partecipazione significativa, o addirittura di maggioranza, in fondi di investimento internazionali.

Le prime tre fattispecie evidenziano una commistione diretta tra agenzia ed emittente da valutare, la quarta invece allarga la portata del conflitto di interessi ad una pluralità di soggetti interessati che travalica i confini societari stessi, sia dell'agenzia, sia dell'emittente.

Non bisogna infatti dimenticare che l'agenzia di rating può possedere partecipazioni in società, di qualsiasi natura esse siano, come un qualsiasi investitore privato.

Questo presupposto fa sì che, qualora l'agenzia possieda quote azionarie in fondi di investimento, o partecipi a cordate in hedge funds, l'espressione di una valutazione allarga il conflitto di interessi che già normalmente ne deriverebbe non solo al rapporto tra valutatore/cliente, ma anche ad una moltitudine di soggetti che godranno di un vantaggio o che subiranno un pregiudizio in relazione alla valutazione stessa.

Come si può vedere, il conflitto di interessi che deriva dalla struttura proprietaria e dalle partecipazioni azionarie delle stesse agenzie di rating apre l'analisi dello stesso ad un contesto dai confini non quantificabili.

Tenendo conto dell'ammontare di ricchezza gestito dai vari fondi di investimento si può concretamente ed irrevocabilmente avere un'idea del valore e del potere espresso dalle agenzie.

In particolare, la disciplina si sta ponendo come obiettivo principale quello di limitare significativamente la possibilità

di *cross directorship* fra azionisti rilevanti della società di rating e soggetti valutati.

3) Partecipazione alla strutturazione di strumenti finanziari

Questa fattispecie si verifica nel momento in cui l'agenzia di rating, oltre al normale servizio di valutazione, fornisce ai propri clienti un pacchetto di prestazioni di consulenza, in particolare nella branca dell' *ingegneria finanziaria*.

In questa circostanza il conflitto di interessi si manifesta nel momento che l'agenzia, oltre a fornire un rating, funge anche da consulente direttamente coinvolto nella strutturazione formale e programmatica dell'operazione di emissione di titoli.

Si va quindi a creare un doppio interesse per l'agenzia: da un lato adempiere alla strutturazione di un'efficace operazione finanziaria, dall'altro assegnare un rating soddisfacente per il cliente, che al contempo rispecchia un'autovalutazione sul proprio operato.

La finanza strutturata è quella particolare branca della finanza all'interno della quale vengono compiute operazioni di *engineering* dei capitali, generalmente caratterizzate da grandi volumi e da una struttura complessa, che richiede un pool specifico di competenze affinché si possa operare all'interno di parametri di sicurezza. In questo caso le agenzie di rating ricoprono il ruolo di *advisor* in un contesto "*rating driven*". La finanza strutturata include operazioni finanziarie che spaziano in numerosi settori. I rami che principalmente vengono trattati

in questo contesto, e che godono del maggior numero di strutturazioni sono: ⁴⁶

- *Real Estate Finance*
- *Export Finance*
- *Media & Telecommunications Finance*
- *Fusioni, Scissioni, Scorporo.*

L'aspetto delicato, e molto più preoccupante del fatto che il giudizio di rating scaturisca da un modello *issuer paid*, della relazione fra rating e finanza strutturata è costituito dal fatto che il titolo, in questo caso, viene ad essere disegnato ed espressamente realizzato in maniera tale da essere meritevole di un rating definito *ex ante*, e non, come nella finanza "tradizionale", disegnato in maniera indipendente.

E' certamente noto come sia l'emittente a scegliere di costruire uno strumento cui possa attribuirsi un certo rating, ma se ci si avvale proprio di un'agenzia nella fase della strutturazione, il conflitto diventa evidente ed insopprimibile, dal momento che l'agenzia stessa acquisisce un ruolo fondamentale nella fase *ex ante* ed ancor di più in quella *ex post*.⁴⁷

4) Attività e relazioni dei dipendenti

Questa potenziale fonte di conflitto di interessi ricalca parzialmente la fattispecie n°2, relativa alle commistioni societarie. In questo caso però, oltre alle già citate potenziali cause di conflitto, si devono considerare tutte quelle situazioni, di difficile rilevamento, in cui membri dei boards delle agenzie di rating intrattengono privatamente rapporti commerciali o

⁴⁶ www.bnl.it portale crescita, sezione *corporate finance*.

⁴⁷ Presti, "le agenzie di rating: dalla protezione alla regolazione" 2009

finanziari con gli emittenti da valutare, operando privatamente, ai limiti del reato federale statunitense dell'insider trading⁴⁸.

La fattispecie classica riscontrabile è quella in cui gli operatori delle agenzie godano di un compenso extracontrattuale parzialmente o integralmente determinato in funzione dell'esito del rating emesso.

Come per le altre tre cause di potenziale conflitto di interessi, è chiaro come sia difficile indagare sull'effettiva presenza di tali dinamiche all'interno del mercato del rating.

Nel paragrafo 2.4 tratterò in maniera approfondita la regolamentazione delle agenzie, materia fresca e ancora in via di strutturazione, con il tentativo di fornire una risposta giuridica alle problematiche fin qui esposte.

2.3 Possibili Soluzioni

La presenza di un'intrinseca situazione di conflitto di interesse tra agenzie di rating ed emittenti valutati rappresenta il più grave tra i problemi che affliggono la regolazione del settore, in quanto capace di minare alla radice il valore del rating e di indebolire quindi la funzione di intermediario informativo e di *gatekeepers* delle agenzie.

Come ho già evidenziato nella trattazione, il modello di mercato del rating attuale prevede la commissione dei rating da parte degli stessi soggetti valutati dalle agenzie, dando vita al modello *issuer paid*.

⁴⁸ http://www.professioni-imprese24.ilsole24ore.com/professioni24/diritto/news/garante_newsletter.html#continue

I clienti hanno così interesse ad esercitare pressione su di esse per ottenere il giudizio più alto possibile e le agenzie, dal canto loro, hanno interesse a fidelizzare i propri clienti, evitando di emettere valutazioni troppo prudenti e restrittive.

Il problema può essere contenuto stabilendo una intensa attività di vigilanza sulle agenzie stesse, che imponga loro un regime di maggiore trasparenza in relazione alle procedure di valutazione e agli obblighi previsti.

Un'adeguata attività di *disclosure* consentirebbe al mercato di farsi un'opinione in merito all'attendibilità delle capacità di analisi e previsione delle agenzie.

La situazione delineata rende evidente la necessità di un intervento regolamentare finalizzato a contenere queste dinamiche di conflitto, specie nel caso in cui i clienti delle agenzie siano banche d'investimento operanti in settori con un potenziale di clientela molto elevato, come sono ad esempio gli istituti bancari che offrono pacchetti fondo pensione, fondi d'investimento e risparmio gestito.

La dottrina ha elaborato vari tipi di soluzioni⁴⁹:

- 1. Clausole obbligatorie di rimborso**
- 2. Piano di retribuzione incentivante per le agenzie**
- 3. Ciclicità e rotazione delle agenzie**
- 4. Agenzia di rating pubblica**
- 5. Ricostituzione del modello *investor paid* ed integrazione dello stesso con il modello *issuer paid***

⁴⁹ Soluzioni tratte da Federico Parmeggiani "La funzione economica e la regolazione delle agenzie di rating", Dottorato di Ricerca in "Law & Economics", Ciclo XXIII, Università degli studi di Siena, Facoltà di Economia "Richard M. Goodwin"

Soluzione 1. Clausole obbligatorie di rimborso

Una prima serie di soluzioni mira ad intervenire sulla struttura di remunerazione delle agenzie di rating, cercando di creare un collegamento diretto tra retribuzione e precisione dei rating emessi.

Una simile soluzione prevede l'istituzione di clausole obbligatorie che prevedano la restituzione del compenso, in caso in cui il rating formulato risulti impreciso e non accurato.⁵⁰

Tra i vantaggi di questa soluzione, ci sarebbe un successivo implemento della fase di "*monitoring*"⁵¹, ovvero di quella fase che prevede una serie di continue osservazioni post emissione del rating, utili per garantire un controllo duraturo della situazione finanziaria dell'emittente, per poter apportare le modifiche necessarie al rating originariamente emesso.

Ci sono tuttavia delle difficoltà oggettive che si manifesterebbero a fronte dell'adozione di questa soluzione: dal momento che il rating e la sua veridicità/accuratezza sono di difficile verificabilità, e per di più essendo il rating un giudizio che inevitabilmente si protrae prospetticamente, essendo costruito anche con serie storiche di lungo periodo, risulterebbe quasi impossibile fissare una scadenza temporale, o comunque un parametro da rispettare entro il quale si possa ragionevolmente procedere ad una stima della sua qualità.

Considerando poi che il rating trova la sua negazione massima nella dichiarazione di insolvibilità da parte dell'emittente stesso,

⁵⁰ Federico Parmeggiani "La funzione economica e la regolazione delle agenzie di rating", Dottorato di Ricerca in "Law & Economics", Ciclo XXIII, Università degli studi di Siena, Facoltà di Economia "Richard M. Goodwin" tratto da: J.C. Coffee jr. "*Rating Reforms: The Good, The Bad and The Ugly*", September 2010, Columbia Law and Economics working paper n. 375, 2010

⁵¹ Come già esposto nel capitolo 1

si capisce come sia di fatto impossibile procedere organicamente ad una valutazione concreta ed imparziale.

Le conseguenze si manifesterebbero anche dal lato dei dipendenti: gli analisti infatti da un lato potrebbero produrre rating eccessivamente prudenti, essendo consapevoli del rischio di restituzione della retribuzione ottenuta, dall'altro potrebbero invece commettere errori di *over confidence* ed *over reliance* sul rating da produrre, perseguendo magari l'obiettivo di impressionare favorevolmente il cliente e fidelizzarlo. In entrambi i casi, il risultato sarebbe distorto e il rating perderebbe il suo valore informativo.

Soluzione 2. Piano di retribuzione incentivante per le agenzie

Una seconda serie di soluzioni si pone come obiettivo quello di pagare l'agenzia non in denaro, ma in titoli da lei stessa valutati. In questo modo si cerca di colmare il gap derivante da un possibile danno patrimoniale tra chi subisce il giudizio delle agenzie, ovvero gli investitori, e le agenzie stesse. Questa formula è molto simile ai piani incentivanti di retribuzione, previsti in numerose società per dipendenti e soggetti che ricoprono cariche dirigenziali. Tali piani prevedono che una parte della retribuzione sia corrisposta su base variabile, legando la stessa al livello di prestazione personale o societaria conseguite in un determinato periodo di riferimento, di solito un esercizio.

Adottando questa soluzione ci si ritroverebbe però di fronte a dei problemi prettamente finanziari, sia in termini di circolazione

dei titoli utilizzati come pagamento, sia per quanto riguarda la composizione dei portafogli azionari delle agenzie stesse.

In questo caso la fattispecie non ricalca precisamente la dottrina dei “piani di retribuzione incentivante”, dal momento che manca la quota di retribuzione fissa, che invece è sempre presente nei piani incentivanti “classici”⁵²

Il primo parametro porta all’evidenza per cui sarebbe necessario formulare clausole che impediscano alle agenzie di vendere immediatamente le azioni ricevute in pagamento, eventualmente prima che, una verifica della bontà del rating possa far riscontrare una sua inaccuratezza, con conseguente calo del prezzo delle azioni stesse.

Per quanto riguarda il secondo punto, il problema che si potrebbe facilmente riscontrare, considerando anche l’ingente ammontare di titoli detenuti in portafoglio dalle agenzie, è l’*overload* dei rispettivi portafogli azionari, che potrebbero finire per snaturare l’operatività delle agenzie stesse, rendendole simili a degli investitori istituzionali.

Soluzione 3. Ciclicità e rotazione delle agenzie (vedere nome in inglese)

La terza serie di soluzioni va ad intervenire sulla modalità con cui il rating viene commissionato. In questa prospettiva si è mosso il senato americano in sede di stesura del *Dodd Frank*

⁵² Federico Parmeggiani “*La funzione economica e la regolazione delle agenzie di rating*”, Dottorato di Ricerca in “*Law & Economics*”, Ciclo XXIII, Università degli studi di Siena, Facoltà di Economia “Richard M. Goodwin” tratto da: Listokyn, Y & Taibleson B., “*If you misrate, then you lose: improving credit rating agencies accuracy through incentive compensation*” *Yale Journal on Regulation*, n. 27, p. 91, 2010

*Act*⁵³, in un emendamento del quale viene tolta agli emittenti la libertà di scegliere autonomamente l'agenzia, dovendo necessariamente ricorrere ad un meccanismo di rotazione, riconosciuto e regolato da un organismo pubblico regolamentato e gestito dal governo stesso, il *Credit Rating Agencies Review Board*.

Gli emittenti quindi da un lato devono necessariamente rivolgersi al **CRARB** per ottenere l'incarico di stesura di un rating, dall'altro però possono affiancare al giudizio espresso dall'agenzia "di incarico pubblico" il rating ottenuto da un'altra, scelta con il classico modello *issuer paid*.

Inoltre, fissando il tetto massimo di retribuzione, il CRAB, su indicazione della SEC, si muove verso un ruolo di controllo pubblico del mercato del rating, con non poche critiche a riguardo.

Se da un lato infatti si cerca di limitare il verificarsi di conflitti di interessi palesi, cercando di fornire agli investitori un parametro informativo che sia libero da condizionamenti ed interessi, dall'altro la critica mostra evidenza come una nuova e pesante ingerenza pubblica nel settore potrebbe dar luogo ad ulteriori restrizioni della concorrenza.

Un'ulteriore critica a questa soluzione evidenzia come, nel caso in cui la rotazione di incarico garantisse alle agenzie una quota fissa di mercato ed introiti facilmente prevedibili e quantificabili, si potrebbe dar luogo ad una situazione nella quale il livello qualitativo delle valutazioni verrebbe notevolmente svalutato e compromesso, essendo annullato lo stimolo competitivo

⁵³ Federico Parmeggiani "La funzione economica e la regolazione delle agenzie di rating", Dottorato di Ricerca in "Law & Economics", Ciclo XXIII, Università degli studi di Siena, Facoltà di Economia "Richard M. Goodwin" tratto da: Dodd Frank Act, Sec. 939F

derivante dalla competizione che scaturirebbe dal “libero mercato” del rating.

Soluzione 4. Istituzione agenzia di rating pubblica

L’istituzione di un’agenzia pubblica potrebbe fornire al mercato di rating un benchmark indipendente sulle valutazioni.

Più volte dibattuta e presa in considerazione, sembra tuttavia che, se da un lato un’agenzia di questo tipo possa fornire un parametro di riferimento, disinteressato e monitorato a livello governativo, dall’altro le critiche si sono concentrate sul fatto che un’istituzione simile possa portare ad un appiattimento della concorrenza, dal momento che la spinta alla stesura di ratings quanto più accurati e migliori rispetto alle altre agenzie presenti verrebbe spenta dalla tendenza ad uniformarsi al benchmark di riferimento.

Problemi anche sul versante del conflitto di interessi che, spostandosi dal lato “privato”, potrebbe in questo caso finire per coinvolgere in maniera profonda quello “pubblico”, vedendo tra gli attori principali partiti politici, associazioni e lobby, ben consapevoli del potenziale insito nella gestione indiretta di un così potente organismo.

Si è pensato di istituire una agenzia che potesse collaborare fattivamente con la BCE, cercando di allineare le tendenze della politica economica europea, seppur fragile e non uniforme, per condurre i mercati e la fiducia nell’investimento europeo verso una fase di controllo, trasparenza e gestibilità. Tuttavia, a fronte del periodo di recessione in corso, i costi di questa operazione si

sono mostrati proibitivi, non tanto per una problematica legata prettamente al conseguente piano di ammortamento, quanto per la non prevedibilità dei costi futuri.

“La stessa Commissione stima che la creazione di una agenzia di rating europea avrebbe un costo per la mano pubblica di 300-500 milioni di euro su un periodo di cinque anni”⁵⁴

il dibattito è stato oggetto di considerazioni anche di esponenti politici italiani, i quali, nell’ambito del parlamento europeo, hanno chiaramente espresso la necessità di creare un contrappeso comunitario all’ingerenza statunitense.

Così Romano Prodi, Presidente della Commissione Europea dal 1999 al 2004, in un’intervista rilasciata nel Gennaio 2011 ai microfoni di radio24:

“Il problema è serio. Ci sono tre agenzie di rating che hanno azionisti precisi e rispondono ad un ambiente e a un clima ben preciso dominando i nostri mercati finanziari con i loro giudizi sugli Stati e sulle imprese. E non c’è un’azione per bilanciare e pareggiare questa influenza. Credo che i rimedi ci siano. Primo, aprire il mercato, che qualche struttura europea o cinese o turca si mettano sul mercato, ma soprattutto occorre che strutture soprannazionali, cominciando dal Fondo Monetario Internazionale si rendano conto che non possiamo lasciare i voti soltanto a 3 agenzie-imprese.”⁵⁵

⁵⁴ B. Romano, in *“L’Europa vara la riforma dei rating”* Sole 24ore, 17 Gennaio 2013
<http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2013-01-17/leuropa-vara-riforma-rating-064133.shtml?uuid=AbX1c9KH>

⁵⁵ <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2012-01-15/hanno-agenzie-rating-cina-154821.shtml?uuid=Aase5NeE>

Soluzione 5. Ricostituzione del modello *investor paid*

Una proposta particolare è quella avanzata dagli studiosi J.A. Grundfest e E.E. Hochenberg, della Stanford University Law School, dipartimento “*Law & Economics*” i quali, in un paper dal titolo “*Investor Owned and Controlled Rating Agencies: A Summary Introduction*” propongono, al fine di eliminare possibili conflitti, l’istituzione di una agenzia che sia direttamente partecipata e condotta dal mercato degli investitori. La proposta quindi è quella di una struttura elastica, che sia in grado di camminare parallelamente al mercato stesso ed esserne una veritiera espressione, dal momento che proprio dal mercato sarebbe tenuta in vita.

Così l’intro del suddetto lavoro:

“Abstract: Rating agencies have been broadly criticized for their failure to anticipate a range of credit market conditions. The dominant critique, voiced by the President of the United States, the Chairman of the SEC, leading members of Congress, and foreign regulators, is that the leading rating agencies are subject to inherent conflicts of interest arising from the —issuer-pays model that drives their business: Because these rating agencies are paid by the issuers of the securities they rate, the agencies have embedded incentives to please the sources of their essential cash flow and therefore are neither as objective nor as critical as they might be if driven by an alternative business model.

Proposals for reform currently under consideration by Congress and the SEC, however, do nothing to alter these basic incentives. They fiddle at the edges of

*the marketplace and leave untouched the fundamental incentive conflict about which policymakers appear to agree...”*⁵⁶

Introduzione alla soluzione in esame, passo nel quale si evidenzia l'autonomia di cui godrebbe una IOCRA, essendo totalmente partecipata da investitori che al contempo svolgono il ruolo di playmakers, quindi comunque soggetti ad un vincolo di trasparenza, richiesto dal mercato stesso:

*“This article suggests an alternative regulatory strategy. Under existing statutory authority, the SEC could create a new category of rating agencies - - Investor Owned and Controlled Rating Agencies (—IOCRA’s)) - - and require that every rating issued by an issuer-paid Nationally Recognized Statistical Rating Organization (—NRSRO)) that is not an IOCRA, such as Moody’s and Standard & Poor’s, be accompanied by at least one rating issued by an IOCRA. Because IOCRA’s would be under the control of the sophisticated investor community, and because any one investor’s ownership interest in an IOCRA would be capped, the incentives of IOCRA’s should be oriented to generating ratings that accurately reflect the risks of holding specific debt instruments, even though their fees would be also paid by issuers. This regulatory strategy introduces immediate competition into a market that is a strong duopoly and incentivizes innovation that has been lacking. Most significantly, however, IOCRA’s would constitute rating agencies with an inherently investor-oriented perspective, and if IOCRA’s were to fail in anticipating credit market issues, the investor community would, at the end of the day, have only itself to blame”*⁵⁷.

E ancora, sulla situazione di partenza, da cui è maturata l'idea di servirsi di un nuovo modello di produzione del rating, tramite le IOCRA:

⁵⁶ J.A. Grundfest & E.E. Hochenberg, “Investor Owned and Controlled Rating Agencies: A Summary Introduction”, Stanford University Law School, dipartimento “Law & Economics”, 25 Ottobre 2009 consultabile all'indirizzo:

http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1494527

⁵⁷ ⁵⁷ ibidem

“Two factors explain most of the industry’s woes. The first is that issuers of rated securities pay for credit ratings. While rating agencies rationally seek to maintain reputations for independence and integrity, they have little incentive to antagonize paying customers. This business model appears to generate a pervasive conflict of interest that benefits issuers at the expense of investors as the agencies inflate ratings to curry favor with their clientele.

Proseguendo nella lettura del paper è interessante notare anche come, se adeguatamente strutturata, gli autori arrivino a sostenere che una IOCRA non avrebbe bisogno, per poter essere gestita correttamente, di avvalersi di norme interne precostituite, essendo sufficienti le decisioni assunte progressivamente dagli HSIPs (**H**ighly **S**ophisticated **I**nstitutional **P**urchasers):

“...If IOCRA ownership and control provisions are properly defined, and if the definition of HSIP is appropriately rigorous, then the regulations governing IOCRA status need not also define the IOCRA’s internal governance mechanisms. Those can be left to HSIPs to define...”

L’istituzione delle IOCRA come risposta al conflitto di interessi interno alle agenzie potrebbe tuttavia porre davanti ad un doppio problema:

- Un eccessivo costo di funzionamento, che ricadrebbe sugli investitori istituzionali stessi, il che comporterebbe un disincentivo all’emissione di titoli stessi
- Concreta possibilità di pressioni. Il mercato, che tra i tanti requisiti necessari ad un corretto funzionamento, annovera la trasparenza, potrebbe non essere in grado di gestire gli investitori membri della IOCRA in questione, che potrebbe quindi riproporre gli stessi problemi, seppure in chiave meno criptica, delle classiche agenzie di rating.

Concludendo la trattazione sulle possibili soluzioni ai conflitti di interesse, credo di poter affermare che risulti chiaro dalle varie fonti di studio e ricerca che lo strumento di risoluzione di questa problematica non vada ricercato in un escamotage di natura statistica, dove il concetto di stasi in questo caso rappresenta una soluzione che si possa sperare venga fornita una tantum.

Il contesto di riferimento è talmente dinamico che si potrebbe commettere un grave errore, così come fu fatto negli anni '70 in occasione dell'istituzione della NRSCO, quando si pensò di poter classificare facilmente realtà dinamiche ed in continuo movimento come le agenzie di rating.

Una soluzione ex ante sembra essere altresì superata, se non altro smentita dai fallimenti di controllo che si succedono nel settore. Optare per una una soluzione prettamente economica, che miri ad imporre un determinato regime di mercato piuttosto che un altro, sembra a questo punto inutile.

Allo stesso modo una soluzione legislativa regolamentare, anch'essa ex ante, è risultata essere ampiamente inadeguata.

2.4 Regolamentazione delle agenzie di rating: comparazione USA/UE

2.4.1 La regolamentazione statunitense in materia di conflitto d'interesse

La necessità di interventi regolatori è divenuto un imperativo inderogabile per il governo degli Stati Uniti, non solo a fronte dei vari dissesti, ma anche per poter mettere in atto un tentativo di riconquista della fiducia verso le proprie istituzioni finanziarie decisamente screditate dal 2008 ad oggi.

Il ruolo egemone delle agenzie, della Borsa di Wall Street, ed in generale dell'apparato finanziario statunitense ha infatti subito pesanti danni dagli avvenimenti ormai noti a tutti, innestando un dissesto da molti giudicato peggiore di quello della famosa crisi del 1929.

La differenza principale, rispetto ad allora, va individuata nell'interconnessione globale che coinvolge inevitabilmente tutte le economie globali, costituendo certamente un vantaggio, ma anche un potenzialmente disastroso effetto d' domino.

Due sono stati gli interventi regolatori statunitensi che hanno cercato di arginare gli spazi di manovra della speculazione finanziaria: il "*Credit Rating Agencies Reform Act*" del 2006, e il "*Dodd Frank Act*", del 2009.

I due disegni di legge coprono un ampissimo range di tematiche e settori, ed hanno rappresentato un cambio di rotta in un contesto che ormai sembrava destinato a non dover mai subire modifica alcuna.

Prima di iniziare un'analisi approfondita delle due riforme credo sia necessario, per completezza della trattazione e per avere un quadro generale sufficientemente chiaro, riportare parte del "*Summary Report 2011*", relazione annuale redatta dalla SEC. La parte introduttiva del *summary* consente infatti di avere un quadro

cronologico preciso relativamente all'introduzione del CRARA del 2006 e del DFA del 2010, evidenziando altresì le conseguenze giuridiche, le posizioni della SEC e l'adozioni di leggi specifiche, quali le Rules appartenenti alla matricola 17, tratte dall'Exchange Act.

"In 2006, Congress passed the Credit Rating Agency Reform Act (the "Rating Agency Reform Act") that provided the Commission with the authority to establish a registration and oversight program for credit rating agencies. The Rating Agency Reform Act added Section 15E to the Exchange Act, which established Commission oversight over those credit rating agencies that register with the Commission as Nationally Recognized Statistical Rating Organizations ("NRSROs"). The Rating Agency Reform Act also amended Section 17 of the Exchange Act to provide the Commission with recordkeeping, reporting, and examination authority over registered NRSROs.

Importantly, Section 15E(c)(2) expressly prohibits the Commission from regulating the substance of credit ratings or the procedures and methodologies by which an NRSRO determines credit ratings.

In 2007, the Commission adopted Exchange Act Rules 17g-1 through 17g-6 and Form NRSRO to implement the registration and oversight program required by the Rating Agency Reform Act. Pursuant to these rules, registered NRSROs must, among other things, make certain public disclosures, make and retain certain records, furnish financial reports to the Commission, establish and enforce procedures to manage the handling of material non-public information, and disclose and manage conflicts of interest. The Commission's rules also prohibit an NRSRO from having certain conflicts of interest and engaging in certain unfair, abusive, or otherwise coercive practices. The Commission amended several of these rules in February 2009 and December 2009 with the goal of further increasing the transparency of NRSRO rating methodologies, strengthening the disclosures of rating performance, prohibiting NRSROs from engaging in certain practices, and enhancing NRSRO record keeping.

In July 2010, Congress passed the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (the "Dodd-Frank Act"), which, among other things, amended Section 15E to enhance the regulation and oversight of NRSROs by imposing new reporting, disclosure, and examination requirements. The Dodd-Frank Act directs the Commission to adopt rules to implement a number of provisions related to NRSROs. To this end, the Commission adopted new Rule 17g-7 and has proposed new rules to implement certain provisions of the Dodd-Frank Act concerning the following areas:

- *Filing annual reports on internal controls;*
- *Addressing conflicts of interest with respect to sales and marketing concerns;*
- *Conducting “look back” reviews of ratings in which former NRSRO employees participated to determine whether employment opportunities with a rated entity, issuer, underwriter, or sponsor influenced the rating;*
- *Disclosing information relating to initial credit ratings and subsequent changes to credit ratings to track the performance of an NRSRO’s credit ratings;*
- *Requiring an NRSRO to have certain policies and procedures governing the way an NRSRO determines credit ratings;*
- *Publishing a standard form with each credit rating disclosing the assumptions underlying the methodology used to determine the credit rating;*
- *Disclosing information concerning third-party due diligence reports for asset-backed securities;*
- *Establishing professional standards for training credit rating analysts;*
- *Requiring the consistent application of rating symbols and definitions.”⁵⁸*

Da notare come, nelle parti evidenziate in grassetto, si possa leggere del cambiamento radicale che il legislatore ha adottato nei confronti della SEC, proibendo in un primo momento ogni ingerenza della Commissione nei confronti della libera attività delle agenzie, salvo poi cambiare rotta e concederle pieni poteri, incrementando i parametri richiesti ai fini di una corretta e piena *compliance* dell’attività delle agenzie stesse.

Credit Rating Agencies Reform Act, 2006

Il “*Credit Rating Agencies Reform Act*”⁵⁹ è una legge federale statunitense, il cui obiettivo è quello di incrementare la qualità dei

⁵⁸ Summary Report 2011, SEC, consultabile al sito http://www.sec.gov/news/studies/2011/2011_nrsro_section15e_examinations_summary_report.pdf

rating emessi dalle agenzie, nonché il miglioramento effettivo della concorrenza all'interno del settore.

Per quanto riguarda il conflitto di interessi, il principale apporto del provvedimento federale è stato l'incremento dei requisiti per il riconoscimento da parte della SEC del titolo “*nationally recognized rating agency*”⁶⁰, attribuito alle agenzie che vengono considerate idonee ad operare ne mercato del rating.

A fronte di questo incremento, è stato abolito il “*Security Exchange Act*” del 1934⁶¹, che per oltre 70 anni ha regolato il mercato finanziario statunitense, costituendo esso stesso importanti organismi nazionali, come la SEC stessa.

Come si può leggere dalla sezione 15 e del regolamento SEC⁶²:

SEC. 15E. REGISTRATION OF NATIONALLY RECOGNIZED STATISTICAL RATING ORGANIZATIONS.

(a) REGISTRATION PROCEDURES.—

(A) APPLICATION FOR REGISTRATION.—

IN GENERAL.—A credit rating agency that elects to be treated as a nationally recognized statistical rating organization for purposes of this title (in this section referred to as the “applicant”), shall furnish to the Commission an application for registration, in such form as the Commission shall require, by rule or regulation issued in accordance with subsection (n), and containing the information described in subparagraph (B).

(B) REQUIRED INFORMATION.—

⁵⁹ http://en.wikipedia.org/wiki/Credit_Rating_Agency_Reform_Act

⁶⁰ ibidem

⁶¹ “*The Securities Exchange Act of 1934 (also called the Exchange Act, '34 Act, or Act of '34) (Pub.L. 73–291, 48 Stat. 881, enacted June 6, 1934, codified at 15 U.S.C. n° 78a et seq.) is a law governing the secondary trading of securities (stocks, bonds, and debentures) in the United States of America. It was a sweeping piece of legislation. The Act and related statutes form the basis of regulation of the financial markets and their participants in the United States. The 1934 Act also established the Securities and Exchange Commission (SEC),^[1] the agency primarily responsible for enforcement of United States federal securities law.*” Fonte:

http://en.wikipedia.org/wiki/Securities_Exchange_Act_of_1934

⁶²

- <http://www.sec.gov/divisions/marketreg/ratingagency/sea34-15e.pdf>
- PUBLIC LAW 109–291—SEPT. 29, 2006 consultabile al sito:
<https://www.sec.gov/divisions/marketreg/ratingagency/cra-reform-act-2006.pdf>

An application for registration under this section shall contain information regarding—

- (i) credit ratings performance measurement statistics over short-term, mid-term, and long-term periods (as applicable) of the applicant;*
- (ii) the procedures and methodologies that the applicant uses in determining credit ratings;*
- (iii) policies or procedures adopted and implemented by the applicant to prevent the misuse, in violation of this title (or the rules and regulations hereunder), of material, nonpublic information;*
- (iv) the organizational structure of the applicant;*
- (v) whether or not the applicant has in effect a code of ethics, and if not, the reasons therefor;*
- (vi) any conflict of interest relating to the issuance of credit ratings by the applicant;*
- (vii) the categories described in any of clauses (i) through (v) of section 3(a)(62)(B) with respect to which the applicant intends to apply for registration under this section;*
- (viii) on a confidential basis, a list of the 20 largest issuers and subscribers that use the credit rating services of the applicant, by amount of net revenues received therefrom in the fiscal year immediately preceding the date of submission of the application;*
- (ix) on a confidential basis, as to each applicable category of obligor described in any of clauses (i) through (v) of section 3(a)(62)(B), written certifications described in subparagraph (C), except as provided in subparagraph (D); and*
- (x) any other information and documents concerning the applicant and any person associated with such applicant as the Commission, by rule, may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.*

(C) WRITTEN CERTIFICATIONS.

—Written certifications required by subparagraph (B)(ix)— (i) shall be provided from not fewer than 10 qualified institutional buyers, none of which is affiliated with the applicant;

- (ii) may address more than one category of obligors described in any of clauses (i) through (v) of section 3(a)(62)(B);*
- (iii) shall include not fewer than 2 certifications for each such category of obligor; and*
- (iv) shall state that the qualified institutional buyer—*
 - (I) meets the definition of a qualified institutional buyer under section 3(a)(64); and*
 - (II) has used the credit ratings of the applicant for at least the 3 years immediately preceding the date of the certification in the subject category or categories of obligors.*

(D) EXEMPTION FROM CERTIFICATION REQUIREMENT.

—A written certification under subparagraph (B)(ix) is not required with respect to any credit rating agency which has received, or been the subject of, a no-action letter from the staff of the Commission prior to August 2, 2006, stating that such staff would not recommend enforcement action against any broker or dealer that considers credit ratings issued by such credit rating agency to be ratings from a nationally recognized statistical rating organization.”

La ratio sottostante a questo tipo di intervento è stato il tentativo di aprire il mercato del rating, cercando di conseguire un vantaggio qualitativo e di affidabilità per l'utenza. I nuovi requisiti devono essere strettamente rispettati, e non c'è alcuna possibilità di deroga.

Come si può leggere nel testo, i requisiti formali per le agenzie di rating vengono chiaramente espressi, e devono essere certificati.

Viene apportata una precisa elencazione dei parametri generali, delle informazioni richieste obbligatoriamente per adempiere alla procedura di registrazione, certificazione ed anche le eccezioni consentite.

Oltre a questo provvedimento di apertura del mercato, e all'abolizione di etichette che consentivano di operare a pieni poteri nel mercato del rating senza un effettivo apparato normativo intellegibile e chiaro, un ulteriore e precisa norma, varata dalla SEC con la stesura della *Rule 17g-5*⁶³, esprime in maniera chiara i provvedimenti adottati per sciogliere il conflitto di interessi tra agenzie ed emittenti.

Vengono individuate due categorie di situazioni, distinte in due⁶⁴ tipologie di conflitto:

- Situazioni sanabili
- Situazioni non sanabili

⁶³Security and Exchange Commission, Release No. 34-68286, File No. S7-04-09. November 26, 2012 <http://www.sec.gov/rules/exorders/2012/34-68286.pdf>

⁶⁴ Impostazione dell'analisi tratta da Federico Parmeggiani "La funzione economica e la regolazione delle agenzie di rating", Dottorato di Ricerca in "Law & Economics", Ciclo XXIII, Università degli studi di Siena, Facoltà di Economia "Richard M. Goodwin"

Nella prima sezione si trovano le fattispecie che sono di derivazione tipica del modello *issuer paid*, ovvero:

- Emissione di rating commissionati e pagati dall'emittente
- Valutazioni di emittenti che abbiano avuto rapporti di consulenza con i dipendenti dell'agenzia commissionata per il rating
- Pagamento per servizi accessori al rating

Per tutti i casi citati, che per altro corrispondono alle principali cause di conflitto di interessi da me presentate nel paragrafo 2.2, il governo statunitense ha imposto che ogni agenzia si doti di un sistema interno che consenta di comunicare tempestivamente alla SEC l'avvenuto contatto professionale tra l'agenzia stessa e l'emittente.

A fronte della comunicazione, la SEC dovrà predisporre, analizzando il caso specifico in questione, un adeguato sistema di *enforcement* che consenta di far prontamente fronte alla potenziale situazione di conflitto.

Nel caso in cui l'agenzia non dovesse adeguarsi prontamente, è previsto un regime di sanzioni .

Per quanto riguarda le situazioni definite “non sanabili”, quindi classificate come fonti certe di conflitto, viene invece privilegiato lo strumento sanzionatorio, senza possibilità di modifica del rapporto tra agenzia ed emittente.

Tra queste situazioni si possono considerare:

- il caso in cui l'emittente da valutare corrisponda il 10% o più delle entrate annue dell'agenzia

- L'emittente fa parte dello stesso gruppo dell'agenzia, si configura quindi il caso in cui l'emittente sia una controllata dell'agenzia di rating preposta alla sua valutazione
- L'analista, o il team di valutazione ricopre cariche all'interno dell'emittente da valutare.
- L'analista o il team responsabile della valutazione contrattano la retribuzione per il rating, instaurando quindi una trattativa che si sposta da un rapporto professionale formale ad un accordo interno.

E' stata poi del tutto vietata la possibilità che l'agenzia possa fornire una valutazione per un prodotto finanziario costruito da essa stessa. In tal senso, quindi, si è cercato di porre un limite concreto allo strettissimo rapporto che per anni è intercorso tra finanza strutturata ed agenzie.

Come si può notare, le cause principali di conflitto di interesse, frutto di 40 anni di regolamentazione blanda o del tutto assente, sono state affrontate in maniera decisa.

Ulteriore attenzione è stata posta nei riguardi degli "unsolecited ratings" ovvero la prassi per la quale un'emittente si ritrovava valutato da un agenzia di rating senza averne fatta esplicita richiesta.

A tal proposito, la Rule 17g-6 esplicitamente vieta la possibilità di porre in essere tali condotte.

Sistema sanzionatorio

La normativa statunitense prevede due elementi all'interno dell'apparato sanzionatorio:

- Una misura ex ante, consistente in un'attività di *disclosure*
- Una misura ex post, che prevede sanzioni da applicare a fronte della violazione dei principi esposti

Per quanto riguarda l'attività di *disclosure*, l'obiettivo di questa impostazione è di promuovere in capo agli investitori una conoscenza quanto più chiara possibile delle attività e dei metodi di valutazione delle agenzie, in modo da creare una antologia di giudizi che arricchiscano le conoscenze reperibili sul mercato.

In particolare, le agenzie sono tenute in primo luogo a pubblicare le procedure di rating suddividendole in ordine temporale, a seconda che si riferiscano a valutazioni di breve, medio o lungo periodo⁶⁵.

Un ulteriore parametro di controllo prevede che venga tenuto da ogni soggetto valutatore un registro dei giudizi prodotti e, dopo sei mesi dalla loro attribuzione, le agenzie sono obbligate a mettere a disposizione del pubblico il 10% dei rating richiesti dagli emittenti, corredati da una relazione esplicativa della loro evoluzione storica.⁶⁶

⁶⁵ SEA, Section 15 E “ (B) REQUIRED INFORMATION.—“An application for registration under this section shall contain information regarding) credit ratings performance measurement statistics over short-term, mid-term, and long-term periods (as applicable) of the applicant” consultabile al sito: <http://www.sec.gov/divisions/marketreg/ratingagency/sea34-15e.pdf>

⁶⁶ SEC rule, 17 g-2, paragrafi “A” e “D”, consultabile al sito <http://www.sec.gov/rules/other/2009/34-60473.pdf> :

“ The Credit Rating Agency Reform Act of 2006 (“Rating Agency Act”)1 defined the term “nationally recognized statistical rating organization” (“NRSRO”) and provided authority for the Securities and Exchange Commission (“Commission”) to implement registration, recordkeeping, financial reporting, and oversight rules with respect to registered credit rating agencies. The regulations implemented by the Commission pursuant to this mandate include Securities Exchange Act of 1934 (“Exchange Act”) Rule 17g-2,2 which requires an NRSRO to make and retain certain records relating to its business and to retain certain other business records made in the normal course of business operations.

Per quanto riguarda le sanzioni ex post, il CRARA ha modificato il regolamento della section 15 E paragrafo D del Security Exchange Act del 1934, attribuendo alla SEC poteri sanzionatori diretti⁶⁷:

- La SEC è stata investita del potere di limitare le attività delle agenzie, in primis per poter contenere il loro raggio d'azione nel caso in cui vengano riscontrate omissioni ed irregolarità
- Possibilità per la SEC di sospendere l'attività dell'agenzia sotto accusa per un periodo della durata massima di 12 mesi, norma applicabile anche solo in riferimento ad un'unica categoria di prodotti finanziari
- Revoca della registrazione come NRSRO
- Sospensione dei dipendenti ed eventuale divieto di lavoro per agenzie riconosciute come NRSRO

On February 2, 2009, the Commission adopted amendments to its NRSRO rules imposing additional requirements on NRSROs in order to address concerns about the integrity of their credit rating procedures and methodologies.³ Among other things, the rule amendments added new paragraphs (a)(8) and (d) to Rule 17g-2. New paragraph (a)(8) of Rule 17g-2 requires an NRSRO to make and retain a record for each outstanding credit rating it maintains showing all rating actions (initial rating, upgrades, downgrades, placements on watch for upgrade or downgrade, and withdrawals) "identified by the name of the rated security or obligor and, if applicable, the CUSIP of the rated security or the Central Index Key (CIK) number of the rated obligor."⁴ New paragraph (d) of Rule 17g-2 requires an NRSRO to make publicly available, on a six-month delayed basis, the ratings histories for a random sample of 10% of the credit ratings paid for by the obligor being rated or by the issuer, underwriter, or sponsor of the security being rated ("issuer-paid credit ratings") pursuant to paragraph (a)(8) of Rule 17g-2 for each class of credit rating for which the NRSRO is registered and has issued 500 or more issuer-paid credit ratings."

⁶⁷

- SEC '34, 15e (d), riformato dal Credit Rating Agency Reform Act, 2006
- Analisi tratta da Federico Parmeggiani "La funzione economica e la regolazione delle agenzie di rating", Dottorato di Ricerca in "Law & Economics", Ciclo XXIII, Università degli studi di Siena, Facoltà di Economia "Richard M. Goodwin"

- Alla SEC è stata altresì concessa la possibilità di continuare ad usufruire dei suoi classici poteri, come l'emissione dei "cease and desist order"⁶⁸

Dodd Frank Act

Con l'istituzione della *Financial Crisis Inquiry Commission*⁶⁹, il governo statunitense ha avviato una procedura d'indagine volta a mettere in evidenza quali siano state le cause e le conseguenze dei dissesti finanziari che hanno portato il sistema economico mondiale sull'orlo della crisi. Sono state catalogate e registrate numerose testimonianze, atti e *reports*, che hanno consentito di ricostruire il quadro complessivo, con attenzione ai dettagli che hanno caratterizzato le varie fasi del dissesto.

*"The Financial Crisis Inquiry Commission was created to "examine the causes of the current financial and economic crisis in the United States." In this report, the Commission presents to the President, the Congress, and the American people the results of its examination and its conclusions as to the causes of the crisis."*⁷⁰

I risultati del lavoro della commissione d'inchiesta sono consultabili negli archivi della Stanford University.⁷¹

Si può leggere in alcuni passi della relazione conclusiva dei lavori della commissione:

"We conclude widespread failures in financial regulation and supervision proved devastating to the stability of the nation's financial markets.

The sentries were not at their posts, in no small part due to the widely accepted faith in the self correcting nature of the markets and the ability of financial institutions to effectively

⁶⁸ "A **cease and desist** is an order or request to halt an activity (cease) and not to take it up again later (desist) or else face legal action. The recipient of the cease-and-desist may be an individual or an organization" fonte: http://en.wikipedia.org/wiki/Cease_and_desist

⁶⁹ Risultati integrali consultabili al sito: http://fcic-static.law.stanford.edu/cdn_media/fcic-reports/fcic_final_report_full.pdf

⁷⁰ Vedi supra, pag 1, introduzione

⁷¹ Lavoro integrale consultabile al sito: http://fcic-static.law.stanford.edu/cdn_media/fcic-reports/fcic_final_report_full.pdf

police themselves. More than 30 years of deregulation and reliance on self-regulation by financial institutions, championed by former Federal Reserve chairman Alan Greenspan and others, supported by successive administrations and Congresses, and actively pushed by the powerful financial industry at every turn, had stripped away key safeguards, which could have helped avoid catastrophe.”⁷²

“We conclude this financial crisis was avoidable. *The crisis was the result of human action and inaction, not of Mother Nature or computer models gone haywire. The captains of finance and the public stewards of our financial system ignored warnings and failed to question, understand, and manage evolving risks within a system essential to the well-being of the American public. Theirs was a big miss, not a stumble. While the business cycle cannot be repealed, a crisis of this magnitude need not have occurred. To paraphrase Shakespeare, the fault lies not in the stars, but in us.*^{73”}

Proprio dai risultati il legislatore americano ha mosso i primi passi per la stesura del *Dodd Frank Act*⁷⁴⁷⁵, che incarna il più grande

⁷² “The financial crisis inquiry report”, pag 18. http://fcic-static.law.stanford.edu/cdn_media/fcic-reports/fcic_final_report_full.pdf

⁷³ Vedi supra

⁷⁴ Testo integrale consultabile al sito: <http://www.sec.gov/about/laws/wallstreetreform-cpa.pdf>

⁷⁵ “In July 2010, Congress passed the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (the “Dodd-Frank Act”), which, among other things, amended Section 15E to enhance the regulation and oversight of NRSROs by imposing new reporting, disclosure, and examination requirements.⁴The Dodd-Frank Act directs the Commission to adopt rules to implement a number of provisions related to NRSROs. To this end, the Commission adopted new Rule 17g-7 and has proposed new rules to implement certain provisions of the Dodd-Frank Act concerning the following areas:

- Filing annual reports on internal controls; 5
- Addressing conflicts of interest with respect to sales and marketing concerns; 6
- Conducting “look back” reviews of ratings in which former NRSRO employees participated to determine whether employment opportunities with a rated entity, issuer, underwriter, or sponsor influenced the rating;7
- Disclosing information relating to initial credit ratings and subsequent changes to credit ratings to track the performance of an NRSRO’s credit ratings;8
- Requiring an NRSRO to have certain policies and procedures governing the way an NRSRO determines credit ratings;9
- Publishing a standard form with each credit rating disclosing the assumptions underlying the methodology used to determine the credit rating; 10
- Disclosing information concerning third-party due diligence reports for asset-backed securities; 11
- Establishing professional standards for training credit rating analysts;12and
- Requiring the consistent application of rating symbols and definitions. 13”

Tratto dal “Summary Report 2011” della SEC, http://www.sec.gov/news/studies/2011/2011_nrsro_section15e_examinations_summary_report.pdf

processo di riforma del sistema finanziario dagli anni '30 del secolo scorso ad oggi.

Un intero capitolo di questa riforma interessa direttamente le agenzie di rating, e viene attuato il tentativo di incrementare le riforme promosse dal CRARA del 2006.

Gli ambiti di intervento sono molteplici, accanto alle riforme inerenti l'elaborazione e la diffusione dei giudizi, sicuramente spiccano per importanza e incisività le riforme introdotte in materia di *corporate governance* e misure anti conflitto di interessi.

Per quanto riguarda la *corporate governance*, il DFA introduce importanti misure di controllo interno, volte a garantire la regolarità delle fasi elaborative del rating⁷⁶.

L'attenzione posta alla *compliance*⁷⁷ si concretizza con vari elementi, tra i quali i più importanti sono senza dubbio l'istituzione di una relazione periodica da inviare alla SEC, per formalizzare e descrivere le procedure adottate in sede di lavoro, nonché i nuovi obblighi inerenti la composizione di board e in generale riguardanti

⁷⁶ Titolo“(3) INTERNAL CONTROLS OVER PROCESSES FOR DETERMINING CREDIT RATINGS.—
“(A) IN GENERAL.—**Each nationally recognized statistical rating organization shall establish, maintain, enforce, and document an effective internal control structure governing the implementation of and adherence to policies, procedures, and methodologies for determining credit ratings, taking into consideration such factors as the Commission may prescribe, by rule.**”
Tratto da: “TITLE IX—INVESTOR PROTECTIONS AND IMPROVEMENTS TO THE REGULATION OF SECURITIES, Subtitle C—Improvements to the Regulation of Credit Rating Agencies” paragrafo 3. Consultabile al sito <http://www.sec.gov/about/laws/wallstreetreform-cpa.pdf>

⁷⁷ SUBMISSION OF REPORTS TO THE COMMISSION.—
“**Each nationally recognized statistical rating organization shall file the reports required under subparagraph (A) together with the financial report that is required to be submitted to the Commission under this section.**”
In particolare, il sottoparagrafo A prevede: “INTERNAL CONTROLS OVER PROCESSES FOR DETERMINING CREDIT RATINGS.—
“(A) IN GENERAL.—**Each nationally recognized statistical rating organization shall establish, maintain, enforce, and document an effective internal control structure governing the implementation of and adherence to policies, procedures, and methodologies for determining credit ratings, taking into consideration such factors as the Commission may prescribe, by rule.**”

l'assetto interno delle agenzie, parametri peraltro già oggetto di interesse del CRARA 2006.

In tema di conflitto di interessi l'introduzione del DFA ha apportato novità nei seguenti parametri⁷⁸:

- Limitazione del business delle agenzie.

Come evidenziato nel paragrafo 2.2, tra le cause di conflitto di interesse c'è sicuramente la condizione per cui le agenzie offrono servizi che superano l'autonomia che dovrebbe essere mantenuta tra gli stessi. Si riveda a proposito il caso in cui le agenzie forniscono una valutazione sulla qualità di un prodotto finanziario che loro stesse hanno strutturato offrendo servizi di elaborazione. Il DFA ha apportato in questo senso modifiche che limitano la possibilità di commistione tra le diverse prestazioni erogabili dalle agenzie, così come è intervenuto per regolare la posizione e l'operatività dei dipendenti delle agenzie stesse.⁷⁹

⁷⁸ Le parti di riforma relative alle agenzie di rating, apportate dal Dodd Frank Act fanno riferimento alla parte dello stesso: **"TITLE IX—INVESTOR PROTECTIONS AND IMPROVEMENTS TO THE REGULATION OF SECURITIES, Subtitle C—Improvements to the Regulation of Credit Rating Agencies"** consultabile al sito: <http://www.sec.gov/about/laws/wallstreetreform-cpa.pdf>

⁷⁹ REPORT TO COMMISSION ON CERTAIN EMPLOYMENT TRANSITIONS.—

“(A) REPORT REQUIRED.—Each nationally recognized statistical rating organization shall report to the Commission any case such organization knows or can reasonably be expected to know where a person associated with such organization within the previous 5 years obtains employment with any obligor, issuer, underwriter, or sponsor of a security or money market instrument for which the organization issued a credit rating during the 12-month period prior to such employment, if such employee:

- *was a senior officer of such organization;*
- *participated in any capacity in determining credit ratings for such obligor, issuer, underwriter, or sponsor;*
- *supervised an employee described in clause”*

Tratto da: **"TITLE IX—INVESTOR PROTECTIONS AND IMPROVEMENTS TO THE REGULATION OF SECURITIES, Subtitle C—Improvements to the Regulation of Credit Rating Agencies"** paragrafo 3. Consultabile al sito <http://www.sec.gov/about/laws/wallstreetreform-cpa.pdf>

- Riforma e ristrutturazione del modello di pagamento⁸⁰

Il DFA ha incaricato la SEC di studiare modelli alternativi di pagamento, che consentano di superare definitivamente il modello “issuer paid”. Come ho precedentemente argomentato nella mia tesi, tale modello è alla base di numerose situazioni di conflitto, per la dipendenza che comporta tra emittenti e agenzie. Oltre a questo aspetto, il DFA ha altresì individuato nella modifica del sistema di pagamento un elemento chiave per l’elaborazione di rating di qualità.

- Procedure di elaborazione dei ratings

È stato concesso alla SEC di chiedere alle agenzie di usare modalità di lavoro standardizzate, di attuare adeguate campagne pubblicitarie presso gli emittenti inerenti le proprie metodologie di valutazione, nonché di stilare un protocollo in cui vengano analizzati e descritti i dati presi in considerazione per redigere una valutazione. È quindi espressamente richiesta un’adeguata attività di *disclosure*⁸¹.

⁸⁰ Paolo Gila e Mario Miscali, “I signori del Rating” pag.14-142, Bollati Beringhieri, 2012

⁸¹ TRANSPARENCY OF CREDIT RATING METHODOLOGIES AND INFORMATION REVIEWED.—

“(1) FORM FOR DISCLOSURES.—The Commission shall require, by rule, each nationally recognized statistical rating organization to prescribe a form to accompany the publication of each credit rating that discloses—“(A) information relating to—

- the assumptions underlying the credit rating procedures and methodologies;
- the data that was relied on to determine the credit rating; and “
- if applicable, how the nationally recognized statistical rating organization used servicer or remittance reports, and with what frequency, to conduct surveillance of the credit rating; and
- information that can be used by investors and other users of credit ratings to better understand credit ratings in each class of credit rating issued by the nationally recognized statistical rating organization.

Tratto da: “TITLE IX—INVESTOR PROTECTIONS AND IMPROVEMENTS TO THE REGULATION OF SECURITIES, Subtitle C—Improvements to the Regulation of Credit Rating Agencies” paragrafo 3. Consultabile al sito <http://www.sec.gov/about/laws/wallstreetreform-cpa.pdf>

Uno degli aspetti cruciali trattati dal DFA è sicuramente il tema della responsabilità delle agenzie di rating.

L'atto è intervenuto abrogando la celebre "section 11" del *Securities Act* del 1934, la quale sanciva inderogabilmente la libertà di espressione garantita dal primo emendamento della carta costituzionale americana, permettendo quindi alle agenzie di esprimere giudizi assimilandoli a semplici opinioni.

Conseguenza di questa abrogazione è stata l'esposizione potenziale delle agenzie ad eventuali cause di responsabilità. Nel capitolo 3 del mio trattato saranno ampiamente discusse le implicazioni relative a questa novità, e presentato il caso giuridico che per la prima volta ha applicato questo nuovo parametro.

Per concludere l'analisi della regolamentazione statunitense in materia di antitrust, credo sia interessante tenere conto che ogni anno la SEC redige un "summary report"⁸², nel quale riassume ed analizza i progressi raggiunti nell'attuazione delle leggi approvate. In ambito DFA, si riscontra sia nella relazione del 2011, sia in quella 2012, una decisa e chiara lontananza delle prassi delle agenzie da quelli che sono i dettami dell'atto riformatore.

La strada da percorrere appare quindi ancora irta e lunga, sebbene sia innegabile l'impegno profuso dal governo americano per cercare di regolamentare, quantomeno per fornire una cornice giuridica di riferimento.

82

- **Summary Report 2012:** <http://www.sec.gov/news/studies/2012/nrsro-summary-report-2012.pdf>
- **Summary Report 2011 :** http://www.sec.gov/news/studies/2011/2011_nrsro_section15e_examinations_summary_report.pdf

Considerando che l'ultimo intervento, seppur blando e poco chiaro, risale agli anni '70, quando si istituì la categoria NRSRO, e ancora prima bisogna arrivare agli anni '30 con il Security Exchange Act, si capisce come nel giro di quattro anni, con il Credit Rating Agency Reform Act nel 2006 e il Dodd Frank Act nel 2010, si sia lanciato un segnale importante, nel bel mezzo della peggiore crisi mai vissuta.

2.4.2 La regolamentazione europea in materia di conflitto d'interesse

Gli interventi dell'unione europea in ambito anticoncorrenziale sono stati determinati dalla necessità di assicurare che l'attività delle agenzie di rating offrissero giudizi indipendenti, obiettivi e della massima qualità possibile.

L'iter regolamentatore ha avuto inizio nel 2009, con delle tappe precise che hanno segnato pietre miliari nell'evoluzione dell'apparato normativo⁸³:

- Reg. 1060/2009 (CRA 1)
- Reg. 513/2011 (CRA 2)
- Proposta di regolamento per la modifica del reg. 1060/2009, Parlamento e Consiglio dell'Unione Europea, 15/11/2011 (CRA 3)
- 16/01/2013 seduta del parlamento e approvazione del “testo di compromesso”

⁸³ Fonte: sito istituzionale della Camera dei Deputati, <http://leg16.camera.it>

Reg. 1060/2009 (CRA 1)

Con il regolamento 1060/2009 si è imposto alle agenzie di rispettare le norme strutturate con il fine di evitare conflitti di interesse, nonché l'obbligo di mantenere un'adeguata attività di *disclosure* per tutelare la qualità e la trasparenza dei metodi e delle procedure alla base della formulazione di un giudizio di rating. Il regolamento si applica alle valutazioni emesse dalle agenzie registrate nella UE, e che sono comunicati al pubblico, o distribuiti tra gli emittenti tramite abbonamento. La normativa in questione non pone solo dei vincoli relativamente ai potenziali conflitti di interesse, ma introduce una importante novità normativa, dal momento che coinvolge anche i singoli manager, analisti e dipendenti, così come si può leggere dal *considerando* numero 27⁸⁴:

“(27) È opportuno che le agenzie di rating del credito evitino situazioni di conflitto di interesse e gestiscano tali conflitti adeguatamente quando essi sono inevitabili, in modo da garantire la propria indipendenza. È opportuno che le agenzie di rating del credito rendano pubblici i conflitti di interesse in modo tempestivo. È opportuno altresì che esse conservino la documentazione di tutti i fattori che minacciano l'indipendenza dell'agenzia e dei suoi dipendenti e di altre persone partecipanti al procedimento di rating, nonché di tutte le misure di salvaguardia applicate per attenuarli.”

La particolarità del regolamento europeo va rilevata nell'impostazione di due diverse tipologie di requisiti dai quali ogni agenzia registrata nell'unione non può prescindere⁸⁵:

- Requisiti organizzativi
- Requisiti operativi

⁸⁴ Fonte: Testo integrale Reg. 1060/2009, consultabile al sito: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2009:302:0001:0001:IT:PDF>

⁸⁵ Analisi tratta da Federico Parmeggiani “La funzione economica e la regolazione delle agenzie di rating”, Dottorato di Ricerca in “Law & Economics”, Ciclo XXIII, Università degli studi di Siena, Facoltà di Economia “Richard M. Goodwin”

Requisiti organizzativi. Trattano dell'organizzazione interna dell'apparato, introducendo obbligatoriamente vari organismi fino ad allora non regolamentati, né imposti per via legale:

- Dipartimento con funzione di controllo sulla conformità alla normativa vigente → compliance function, addetto al controllo dell'adeguatezza e dell'efficacia delle procedure interne
- Dipartimento di revisione → review function, addetto al controllo periodico e regolare sulle metodologie finanziarie utilizzate per l'elaborazione dei giudizi

L'operato dei due dipartimenti deve essere regolarmente messo a disposizione degli amministratori indipendenti.

- Modifiche alla struttura dei CDA. → viene istituita la figura dell'amministratore indipendente all'interno del CDA delle agenzie. Tali amministratori devono essere presenti e rappresentare almeno 1/3 di tutti gli amministratori in carica, ed essere almeno due.

Ovviamente sono previsti anche nell'ente equivalente del cda nel sistema dualistico, ovvero il consiglio di sorveglianza.

L'incarico degli amministratori indipendenti ha durata massima di 5 anni, non possono essere riconfermati nella carica, non possono partecipare all'attività di elaborazione del rating e non sono retribuiti proporzionalmente al rendimento economico dell'agenzia. Possono infine essere sollevati dall'incarico esclusivamente in caso di condotta scorretta o di manifesta incapacità professionale.

I requisiti organizzativi sono dunque requisiti che agiscono principalmente sulla *governance* e sulle funzioni di *compliance*. La riforma in questione è stata accolta positivamente dalla dottrina, dal momento che si avvisa in queste previsioni un avvicinamento

tra le agenzie e gli operatori del mercato, che da sempre sono sottoposti a rigide discipline di *governance*.

Requisiti operativi. Sono inclusi nella sezione degli allegati del regolamento, insieme con le disposizioni relative ai conflitti di interesse, ai servizi accessori e a quelli organizzativi.

Tale accorgimento consente infatti di apportare modifiche dirette da parte della Commissione, che con l'ausilio della *European Securities Committee* può intervenire tempestivamente e senza lungaggini burocratiche. A questo proposito l'articolo 37, ed ulteriori richiami normativi espressi nello stesso⁸⁶:

Articolo 37

Modifica degli allegati

La Commissione può modificare gli allegati per tenere conto degli sviluppi nei mercati finanziari, compresi gli sviluppi a livello internazionale, in particolare in relazione ai nuovi strumenti finanziari e rispetto alla convergenza della prassi di vigilanza.

La sezione dei requisiti operativi indica le situazioni idonee ad una corretta operatività delle agenzie, ed annovera una folta lista di divieti e situazioni “a rischio”, che devono essere inderogabilmente evitati. Non viene applicata la distinzione tra conflitti “sanabili” e “non sanabili”⁸⁷, come invece avviene nella normativa statunitense.

Tra le varie fattispecie:

- Possesso da parte dell'agenzia di strumenti finanziari dell'emittente, o possibilità di vantare direttamente o indirettamente qualsiasi altro diritto di proprietà nei suoi confronti

⁸⁶ Fonte: Testo integrale Reg. 1060/2009, consultabile al sito: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2009:302:0001:0001:IT:PDF>

⁸⁷ Vedi paragrafo 2.4.1

- Casi in cui l'emittente da valutare sia legato all'agenzia da un rapporto di controllo subalterno
- Casi in cui i dipendenti analisti dell'agenzia ricoprono cariche nell'ente, siano possessori di quote dello stesso, o comunque abbiano una relazione tale da poter generare conflitto di interessi
- Prescrizioni volte a limitare l'erogazione di servizi accessori, in particolare si fa riferimento a prodotti di finanza strutturata

Come accennato nella parte introduttiva della trattazione sul regolamento, la vera novità apportata dal 1060/2009 è l'introduzione di norme che regolano direttamente l'operatività e la prassi professionale dei dipendenti delle agenzie.

Per la prima volta in Europa si è quindi cercato di costruire una cornice normativa che disciplini la deontologia professionale interna, in modo da evitare che, a fronte di norme che regolano l'agenzia in sé, come azienda di un settore specifico, quindi con le proprie norme e discipline, si possano poi verificare delle "elusioni" perpetrate dall'interno, ovvero dai dipendenti stessi.

Anche in questo caso, vengono elencate varie fattispecie da rispettare inderogabilmente, tra cui l'incarico massimo per un'analista in rapporto ad un singolo emittente, che non può superare, a seconda dell'incarico e del ruolo ricoperto, un periodo di relazione professionale compreso tra i quattro e i sette anni, l'introduzione del principio di rotazione, finora applicato solo tra agenzie ed emittenti, ed ora anche tra analista e dipendente, nonché un apparato sanzionatorio che tuttavia è stato giudicato non molto incisivo e chiaro.

Mentre la disciplina statunitense riporta chiaramente le sanzioni applicabili in relazione ai vari casi di non rispetto degli articoli di

legge, quella europea rimane abbastanza blanda, non dichiarando formalmente un elenco di provvedimenti, e lasciando alla valutazione del caso il rimedio più appropriato.

In generale la normativa richiama una serie di misure sanzionatorie che variano a seconda dell'entità del dolo, irrogabili all'agenzia che non rispetti gli obblighi di legge, rimandando però ai singoli stati membri coinvolti nella causa la decisione finale riguardo la pena sanzionatoria. Le uniche direttive espresse richiedono di applicare una pena che sia "efficace", "proporzionata" e "dissuasiva".

Articolo 36⁸⁸

Sanzioni

"Gli Stati membri stabiliscono le norme relative alle sanzioni da applicare in caso di violazione delle disposizioni del presente regolamento e adottano tutte le misure necessarie ad assicurare la loro applicazione. Le sanzioni previste sono efficaci, proporzionate e dissuasive.

Gli Stati membri provvedono affinché l'autorità competente comunichi al pubblico le sanzioni applicate per la violazione del presente regolamento, salvo il caso in cui la divulgazione possa mettere gravemente a rischio i mercati finanziari o possa arrecare un danno sproporzionato alle parti coinvolte..."

Reg. 513/2011 (CRA 2)

Il regolamento 513/2011, ha ampliato il raggio di azione del 1060/2009, operando in un'ottica di rafforzamento del sistema finanziario. Tra le novità principali vi è la centralizzazione, con conseguente maggiore ingerenza, dei compiti di supervisione affidati alla *European Securities and Markets Authority*, **ESMA**, che

⁸⁸ Fonte: Testo integrale Reg. 1060/2009, consultabile al sito: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2009:302:0001:0001:IT:PDF>

prende il posto della sciolta *Committee of European Securities Regulators*, **CESR**⁸⁹, a seguito della riorganizzazione della vigilanza europea finanziaria⁹⁰.

Con il regolamento 513/2011 sono affidati all'ESMA poteri esclusivi ed inderogabili di supervisione sulle agenzie registrate ed operanti all'interno dell'Unione Europea, inclusi poteri ispettivi e di libero accesso a dati sensibili.

Dal sito dell'ESMA è possibile avere un chiaro quadro della *mission* dell'authority:

“ESMA’s mission is to enhance the protection of investors and reinforce stable and well functioning financial markets in the European Union. As an independent institution ESMA achieves this mission by building a single rule book for EU financial markets and ensuring its consistent application and supervision across the EU. ESMA contributes to the supervision of financial services firms with a pan-European reach, either through direct supervision or through the active co-ordination of national supervisory activity. ESMA’s work on securities legislation contributes to the development of a single rule book in Europe. This serves two purposes; firstly, it ensures the consistent treatment of investors across the Union, enabling an adequate level of protection of investors through effective regulation and supervision. Secondly, it promotes equal conditions of competition for financial service providers, as well as ensuring the effectiveness and

⁸⁹ **The Committee of European Securities Regulators** (CESR) was an independent committee of European Securities regulators in the [Lamfalussy process](#) established by the [European Commission](#) on June 6, 2001.

The role of this committee was to Improve the coordination among securities regulators, Act as an advisory group to assist European Commission and work on implementation of community legislation in EU member states.

On 1 January 2011, the CESR was replaced by the [European Securities and Markets Authority](#) (ESMA), which is part of the [European System of Financial Supervision](#)

Fonte: http://en.wikipedia.org/wiki/Committee_of_European_Securities_Regulators

⁹⁰ Inizio dell'analisi tratto da *“I conflitti di interesse nell'attività delle agenzie di rating”* Avv. Enrico Granata, Federazione delle Banche, delle Assicurazioni e della Finanza, nell'ambito del convegno: *“Il rating: mito, realtà narrazioni”* Venezia, 5 Ottobre 2012

*cost efficiency of supervision for supervised companies. As part of its role in standard setting and reducing the scope of regulatory arbitrage, ESMA strengthens international supervisory co-operation. Where requested in European law, ESMA undertakes the supervision of certain entities with pan-European reach. Finally, **ESMA also contributes to the financial stability of the European Union, in the short, medium and long-term, through its contribution to the work of the European Systemic Risk Board, which identifies potential risks to the financial system and provides advice to diminish possible threats to the financial stability of the Union.** ESMA is also responsible for coordinating actions of securities supervisors or adopting emergency measures when a crisis situation arises. Whilst ESMA is independent, there is full accountability towards the European Parliament where it will appear before the relevant Committee known as ECON, at their request for formal hearings. Full accountability towards the Council of the European Union and European Commission also exists. The Authority will therefore report on its activities regularly at meetings but also through an Annual Report".⁹¹*

Emerge chiaramente come il regolamento, conferendo pieni poteri all'ESMA, abbia affidato la vigilanza del sistema finanziario europeo ad un ente che specificamente persegue obiettivi di:

- Protezione degli investitori all'interno del mercato unico europeo
- Garanzia di regolamentazione e supervisione dei mercati
- *Enforcement* del regime concorrenziale tra i *financial service providers*
- Supervisione dei mercati per garantire la stabilità finanziaria nel breve, medio e lungo periodo.

⁹¹ Fonte: <http://www.esma.europa.eu/>

**Proposta di regolamento per la modifica del reg. 1060/2009,
Parlamento e Consiglio dell'Unione Europea, 15/11/2011 (CRA
3)⁹²**

La proposta ha l'obiettivo di contribuire e continuare a ripristinare una condizione di mercato finanziario europeo in grado di incrementare la fiducia degli investitori interni ed esterni. Questo bisogno nasce dagli scarsi risultati ottenuti dall'applicazione del 1069/2009 e del 513/2011, che non hanno affrontato in maniera sufficientemente decisa temi inerenti al rischio di eccessivo affidamento ai rating da parte dei mercati finanziari, all'elevato grado di concentrazione nel mercato, alla responsabilità civile delle agenzie di rating e ancora alle tematiche derivanti dall'ormai noto conflitto di interesse, evidenziando come, nel giro di 2 anni, siano stati necessari ben due regolamenti ed il richiamo del Novembre 2011.

Il focus sul conflitto, ma anche sul modello *issuer paid*, come ho avuto modo di analizzare, al centro dell'attenzione dei due regolamenti e di tutta la dottrina che si è occupata delle agenzie e del relativo conflitto di interesse. Tuttavia, la nuova proposta formulata dalla Commissione persevera su queste tematiche, rispondendo all'esigenza di approfondirle e di fornire parametri legislativi che chiariscano definitivamente zone d'ombra che, nonostante i due regolamenti, alla data di emissione di questa proposta di modifica ancora non consentivano di avere piena chiarezza in relazione agli obblighi di trasparenza a carico non solo delle agenzie, ma anche degli emittenti di strumenti finanziari oggetto di rating.

⁹²Analisi tratta da "I conflitti di interesse nell'attività delle agenzie di rating" Avv. Enrico Granata, Federazione delle Banche, delle Assicurazioni e della Finanza, nell'ambito del convegno: "Il rating: mito, realtà narrazioni" Venezia, 5 Ottobre 2012

Per quanto riguarda l'indipendenza delle agenzie, la Commissione ha ritenuto fondamentale rafforzare la normativa vigente, cercando di eliminare il problema noto come "*lock-in*", ovvero l'instaurarsi di un rapporto duraturo tra agenzia ed emittente.

Rispetto alla classica rotazione del personale all'interno dei team di analisti e dei comitati di rating, quindi cercando di superare l'applicazione di norme che prevedevano ciclicità all'interno dello staff delle agenzie, come evidenziato nel 513/2001, la Commissione ha elaborato la durata massima del periodo durante il quale un'agenzia può emettere in via continuativa dei rating sullo stesso emittente o sui suoi strumenti di debito, a prescindere dai soggetti che concretamente lavorano alla valutazione, quantificandola in tre anni.

Ciò dovrebbe portare, stando alle relazioni allegate alla proposta, a maggiore qualità del servizio, ad una redistribuzione dei rapporti professionali sul mercato, nonché ad un generale incremento della qualità di rating prodotti.

Da notare come, con questa proposta di modifica, l'attenzione del regolatore europeo si sposti anche sugli emittenti, finora considerati esclusivamente come parte lesa.

Per evitare che siano proprio gli emittenti a intessere relazioni con solo due agenzie di rating, in modo tale da servirsi di un'ipotetica agenzia "b", nel periodo anti *lock in* che blocca un'ipotetica agenzia "a", la Commissione ha istituito il così detto periodo di *cooling off*, entro il quale tali agenzie non possono accettare di fornire rating allo stesso emittente. Tale periodo è di norma fissato in quattro anni.

Varie critiche hanno evidenziato come il periodo di *cooling off* possa rappresentare una restrizione alla libertà d'impresa, ma la

Commissione ha prontamente respinto le accuse, non solo giustificando l'istituzione di questo istituto come necessaria alla tutela di interessi pubblici, ma argomentando tale scelta col dire che, in un contesto di mercato in cui la regola di rotazione, composta dal *lock in* e dal *cooling off*, le opportunità commerciali saranno date dal fatto che tutti gli emittenti e tutte le agenzie verranno inevitabilmente coinvolte in un circolo continuo e completo di commissioni e ricezione dei servizi, mantenendo un equilibrio tendenzialmente concorrenziale.

L'industria finanziaria europea ha apprezzato le norme proposte, salvo alcune riserve espresse da parte di imprese bancarie, assicurative e finanziarie, scettiche riguardo il *rotation principle*.

Tra le critiche principali troviamo quella relativa per cui l'analisi di impatto della regolamentazione del *rotation principle* non avrebbe evidenziato i costi intrinseci a questo sistema, e che l'attuale regolamentazione non sarebbe stata sottoposta ad un adeguato periodo di prova.

Altre critiche vengono mosse relativamente alla qualità media del rating a seguito dell'adozione del principio di rotazione, dal momento che, stando alle ragioni dell'accusa, si rischierebbe di costituire delle rendite da posizione per un'ipotetica agenzia che si ritroverebbe ad acquisire clienti per il solo fatto di essere l'unica disponibile e non esclusa dai principi anti *lock in* e di *cooling off*, indipendentemente dalla qualità, dal prezzo e dall'affidabilità dei propri rating.

Peraltro, delle 28 agenzie attualmente registrate presso l'ESMA, solo alcune sarebbero in grado di fornire valutazioni su prodotti di finanza strutturata, restringendo ancora di più il novero delle agenzie non solo non coinvolte dalle misure cautelative su citate, ma persino in grado di lavorare su la categoria di prodotti

finanziari, quelli strutturati, che sono sicuramente tra i più diffusi e comuni nel mercato di riferimento.

L'industria finanziaria europea ritiene quindi che sia necessario approfondire la questione tramite una nuova AIR, cercando o di pattuire un lasso temporale sufficientemente lungo da produrre *feedback* affidabili riguardo il sistema proposto dall'atto di modifica, oppure lavorando da subito alla costruzione di un sistema alternativo a quello della *rotation*.

16/01/2013 seduta del parlamento e approvazione del “testo di compromesso”

L'ultimo step della regolamentazione europea avente ad oggetto l'attività delle agenzie di rating è del Gennaio 2013, con l'approvazione di una riforma del rating che ha come target principale l'istituzione di una normativa in grado di regolare l'emissione di valutazione sulla solvibilità dei paesi in relazione ai propri debiti sovrani⁹³.

L'obiettivo del nuovo regolamento è di limitare il rischio che la pubblicazione di rating sulla solvibilità dei paesi possa provocare incertezze e tensioni sui mercati finanziari, con conseguenze che molto spesso superano le aspettative. A fronte delle emissioni già avvenute, molte sono state le critiche ricevute dalle agenzie, spesso accusate di aver peggiorato la crisi debitoria, e portate in giudizio per responsabilità civile.

⁹³ Fonte: <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2013-01-17/leuropa-vara-riforma-rating-064133.shtml?uuid=AbX1c9KH>

Le fattispecie principali della nuova riforma sono sette, e coprono diversi aspetti critici che assolutamente necessitavano di un intervento normativo⁹⁴:

1. **Calendario Rigido.** I giudizi delle agenzie di rating non potranno più essere emessi senza preavviso. Dovranno essere rilasciati rispettando una tempistica stilata dalle stesse agenzie alla fine di ogni anno, e che fissi le tappe per i seguenti dodici mesi. La pubblicazione dovrà avvenire di Venerdì, dopo la chiusura dei mercati, e dovrà essere comunicata alle imprese con almeno un giorno di anticipo, a fronte delle 12 ore che erano previste prima della riforma. Le valutazioni non richieste sui debiti sovrani non potranno essere più di tre per anno.

2. **Trasparenza.** Istituzione della “piattaforma europea del rating”, che fungerà da database di tutte le valutazioni emesse. L’ESMA è stata incaricata di pubblicare sul suo sito una pagina apposita per gli strumenti finanziari strutturati

3. **Divieto di raccomandazione sulle politiche economiche.** A livello europeo non saranno più tollerate indicazioni relative agli indirizzi di politica economica che gli stati dovrebbero adottare, le agenzie emetteranno i rating ma senza formulare conclusioni sulle politiche o sulle misure nazionali da loro ritenute più opportune

⁹⁴Tratto **totalmente** da: <http://www.economy2050.it/nuova-disciplina-europea-agenzie-di-rating/>

4. **Limiti alle commistioni societarie.** La riforma vieta partecipazioni superiori al 5% da parte di un unico soggetto in più agenzie, si è inoltre introdotto l'obbligo per l'agenzia di rating di informare il pubblico se un suo azionista (con almeno il 5% di capitale) detiene il 5% o più di una società valutata. È stato infine proibito ad un azionista che abbia oltre il 10% del capitale di un'agenzia di detenere il 10% o più di una società sottoposta a valutazione.

5. **Rotazione delle agenzie.** Principio della rotazione⁹⁵.

6. **Responsabilità per dolo o colpa.** E' stato introdotto il principio della responsabilità civile: la riforma infatti prevede che un'agenzia potrà essere citata in giudizio qualora violasse le regole UE intenzionalmente, configurando quindi un dolo, o incorresse in una grave negligenza causando danno agli investitori. Di fatto potranno essere chiesti i danni per i rating che si rivelano infondati: finora questa possibilità era prevista solo da alcuni ordinamenti nazionali. Non è stato introdotto il principio del "rovesciamento dell'onere della prova" in giudizio, ma solo la previsione che il giudice debba tener conto che le informazioni da cui è scaturito un giudizio "errato" sono in mano all'agenzia, e non all'emittente.

⁹⁵ Vedi paragrafo precedente, "16/01/2013 seduta del parlamento e approvazione del "testo di compromesso"

7. Abbandonato il progetto di istituzione di un'agenzia europea. è stato abbandonato dalla Commissione il progetto di istituire un'agenzia di rating europea. la ragione del rinvio è prettamente economica: si stima che un'agenzia europea avrebbe un costo stimabile tra i 300 e i 500 milioni di euro ammortizzabili in cinque anni.

Capitolo 3 “La responsabilità civile delle agenzie di rating”

3.1 Natura e Funzione della responsabilità civile delle agenzie

La dottrina della responsabilità civile è una branca del diritto privato in continua evoluzione, che, relativamente alla sua applicazione per i contenziosi legati all'attività delle agenzie di rating, attraversa un periodo particolarmente intenso. Le vicissitudini finanziarie contribuiscono ad arricchire la tematica con continue mutazioni direttamente derivanti dalle azioni legali mosse da diversi soggetti ed enti, a fronte del danno subito dalle valutazioni espresse dalle agenzie stesse.

Iniziando la trattazione in materia, ritengo sia necessario effettuare immediatamente una precisa distinzione tra le due possibili origini della suddetta responsabilità, per poi analizzare le funzioni che lo stesso istituto ricopre.

3.1.2 Natura aquiliana ed extracontrattuale della responsabilità civile

La responsabilità extracontrattuale, anche detta “aquiliana”, è quella che consegue allorché un soggetto viola non un dovere specifico derivante da un preesistente rapporto obbligatorio, bensì un dovere generico che quindi rientra nel principio giuridico del *neminem laedere*, per il quale ognuno è tenuto ad agire evitando di perseguire condotte nocive per l’interesse altrui. Nel caso delle agenzie, tale fattispecie si rispecchia nella situazione per cui un investitore, consultando un rating pubblico relativo ad un determinato titolo od emittente, decide di effettuare concretamente un investimento basandosi su un giudizio ritenuto completo, puntuale ed affidabile, confidando quindi non nella conclusione di un contratto con l’agenzia, quindi commissionando la produzione di un rating specifico, bensì nella possibilità di usufruire profittevolmente di rating pubblico, riponendo fondate aspettative di successo per l’investimento nella correttezza e nella professionalità impiegata nella produzione del giudizio. Nel caso in cui, ex post, si dovesse verificare che il rating non era adeguato, il buonsenso suggerisce ed evidenzia chiaramente la responsabilità extra contrattuale maturata dalla agenzia, anche se non tutta la dottrina è concorde⁹⁶.

In questo caso infatti, l’onere probatorio ricade sull’investitore, che deve quindi cercare di dimostrare l’effettiva mancanza di diligenza ed attenzione riposte a fronte della stesura e pubblicazione della valutazione utilizzata. La dottrina è discorde riguardo l’effettiva possibilità di dimostrare in sede di giudizio la mancanza di

⁹⁶ Luca Di Donna, La responsabilità civile delle agenzie di rating, CEDAM 2013

diligenza. A tal proposito il prof. Luigi Prosperetti, in un suo articolo,⁹⁷ propone a mio avviso un'interessante analisi a riguardo.

Viene evidenziato come il tentativo di verificare se ci sia stato un adeguato livello di diligenza presenti effettive difficoltà; e vengono analizzati sia il rating, sia il metodo di produzione dello stesso. La trattazione parte dal presupposto per cui viene considerato non valida la copertura giuridica fornita dal primo emendamento della costituzione americana, che garantisce la libertà di espressione, al quale le agenzie si appellano definendo i loro ratings semplici “pareri” di stampo giornalistico.

In questa analisi viene inizialmente posta l'attenzione sul **rating in sé**, chiarendo quali siano i parametri da verificare perseguendo il fine di dimostrare l'effettiva mancanza di diligenza riposta nella produzione del rating:

“...se è giusto che la correttezza di un singolo rating non è ragionevolmente valutabile ex post, è possibile valutare ex-post se un complesso di rating esibisca un errore sistematico: considerando un campione sufficientemente numeroso di rating ci si aspetterebbe infatti che ve ne siano talvolta di troppo ottimisti e talvolta di troppo pessimisti, ma non che vi sia una netta prevalenza degli uni o degli altri. Se invece gli errori tendono ad essere prevalentemente in una direzione, ciò indica una distorsione sistematica, e può configurare un comportamento negligente...”

Per poi giungere alla conclusione:

“...considerando un singolo rating o un piccolo numero di rating non è in genere possibile valutare ex post se una CRA abbia rispettato la dovuta diligenza. Per farlo occorrerebbe considerarne un numero elevato, su un arco di tempo sufficientemente ampio da consentire di confrontare i rating assegnati ex ante con i default ex post: ma ciò difficilmente è possibile nel quadro di un contenzioso. Concluderei quindi che dal punto di

⁹⁷ Luigi Prosperetti, “La possibile responsabilità civile delle società di rating: alcune riflessioni in chiave economica” in *Analisi giuridica dell'economia*, 2° numero semestrale, 2012, consultabile al sito: <http://www.rivisteweb.it/doi/10.1433/38925>

vista economico non pare possibile, tranne casi particolari, identificare l'esistenza di un comportamento negligente considerando uno specifico rating."

Si evidenzia quindi come risulti difficile dimostrare l'assenza della dovuta diligenza in un rating, nell'ambito di un contenzioso.

Volgendo poi l'attenzione al **metodo di produzione** del rating oggetto di disputa, il prof Prosperetti, continuando nella sua analisi, sostiene che:

"...per l'assegnazione di un rating le CRA considerano infatti tipicamente una pluralità di informazioni, quantitative e qualitative, e le combinano utilizzando sia modelli econometrici o matematici, sia modelli interpretativi di tipo logico. Si noti quindi come non sia possibile ridurre il processo che porta all'assegnazione di un rating al calcolo di una probabilità a partire da un certo insieme di dati: il rating è un processo più complesso e sofisticato. Del resto, chiunque abbia fatto previsioni economiche in situazioni meno difficili, in cui vi siano solo poche variabili rilevanti, la cui interazione è sufficientemente nota, non può che avere chiaro come sia molto difficile valutare se, nel «processo produttivo» della previsione, un economista abbia o meno commesso una negligenza."

Lasciando chiaramente intendere come, data la natura stessa del rating, ovvero di un giudizio che viene formato utilizzando dati storici ed attuali per formulare una previsione futura, risulti difficile imputare colpe nel caso in cui il futuro predetto non si verifichi puntualmente.

L'analisi qui riportata è utile dal momento che consente di capire quale sia il quadro logico/procedurale che fino ad oggi ha di fatto impedito di ritenere responsabili le agenzie, aldilà della copertura fornita dal primo emendamento della costituzione americana, garante della libertà di espressione. In sintesi, se si analizza il rating in sé, si riscontrerebbero delle profonde difficoltà, dal momento che, per ottenere un'analisi significativa, si dovrebbe poter usufruire di tempo sufficiente a paragonare serie storiche di

valutazioni, emesse nello stesso periodo per società operanti in settori simili: possibilità di cui difficilmente si può disporre in sede di giudizio, data l'enorme complessità insita nella ricostruzione e nella verifica sistematica di una produzione di valutazioni di tale ampiezza. Se invece si dovesse decidere di fornire un impianto probatorio analizzando e cercando delle falle nel metodo di produzione della valutazione, anche qui, ipotizzando che si possa prescindere, per quanto riguarda le agenzie di rating statunitensi, dal primo emendamento della costituzione, ci si troverebbe a fronteggiare l'effettiva difficoltà insita nel prevedere un andamento finanziario futuro, ricco di molteplici variabili sensibili a molti parametri, che quindi "coprirebbe" le agenzie dal momento che oggettivamente il tentativo di effettuare analisi future è un processo complesso e di enorme difficoltà.

Il punto è che, nonostante sia pacifico che le difficoltà previsionali esistono e sono effettivamente incisive, l'errore commesso è stato proprio quello di non istituire immediatamente un adeguato impianto normativo che impedisse di elevare il rating alla funzione egemone nei mercati finanziari di cui oggi beneficia, così come ho avuto modo di spiegare nel 1° e 2° capitolo della mia tesi.

Per completezza della trattazione, credo sia utile riportare l'iter giuridico consigliato dal Prof. Diego Rossano in una sua analisi relativa ad una sentenza del Tribunale di Catanzaro del 2 marzo 2012, in cui constatata la mancanza di una responsabilità contrattuale, suggerisce l'iter giuridico auspicabile:

"...non potendosi configurare, neppure astrattamente, un'ipotesi di responsabilità contrattuale, sia pure da c.d. contratto sociale - non ravvisandosi un rapporto contrattuale di fatto fra l'investitore e l'agenzia di rating - è necessario verificare se sussistano i presupposti per ritenere l'agenzia di rating responsabile dell'illecito aquiliano ai sensi dell'art. 2043 c.c. nei confronti dei terzi danneggiati, responsabilità dalla lesione dell'affidamento che questi hanno riposto nel giudizio elaborato dall'agenzia.

In tale ottica è necessario svolgere le seguenti indagini; a) in primo luogo, è necessario accertare la sussistenza di un evento dannoso; b) occorre, poi, stabilire se l'accertato danno sia qualificabile come danno ingiusto, in relazione alla sua incidenza su un interesse rilevante per l'ordinamento; c) è necessario, ancora, verificare, sotto il profilo causale, se la lesione sia casualmente riferibile ad una condotta (commissiva od omissiva); d) stabilire, infine, se il detto evento dannoso sia imputabile a dolo o colpa".⁹⁸

La responsabilità extracontrattuale viene, di norma, messa a raffronto con la responsabilità contrattuale, della quale condivide l'obbligazione risarcitoria ma dalla quale si distingue in ordine alla fonte dell'obbligazione, dal momento che in questo caso non è presente un accordo contrattuale, e per quanto riguarda la relativa disciplina giuridica. La responsabilità extracontrattuale infatti nasce ex novo per effetto del fatto illecito produttivo del danno ingiusto, la responsabilità contrattuale per inadempienza all'obbligazione contrattuale sottoscritta. In tale prospettiva, mentre nell'ambito della responsabilità contrattuale l'obbligazione risarcitoria si giustappone o si sostituisce alla precedente obbligazione contrattuale, nell'ambito della responsabilità extracontrattuale esiste esclusivamente l'obbligazione risarcitoria che nasce, per l'appunto, in conseguenza del fatto illecito produttivo del danno ingiusto⁹⁹.

L'analisi del Prof. Prosperetti precedentemente riportata fornisce due elementi oggetto di valutazione, ovvero la **diligenza** e **l'analisi di compliance** della produzione del rating, che ovviamente sono fondamentali anche nel caso in cui si istituisca un contenzioso a fronte di una responsabilità contrattuale. Tuttavia, in questo caso, appare ovvio che proprio la presenza di un contratto, a fronte del

⁹⁸ Tratto completamente da: Diego Rossano, *Le agenzie di rating nel rapporto con gli investitori: profili di responsabilità* in Rivista trimestrale di Diritto dell'Economia, numero 1/2012, parte seconda, "note ed osservazioni a sentenza" consultabile al sito http://www.fondazionecapriglione.luiss.it/2012_01_RTDE.pdf

⁹⁹ <http://www.diritto-civile.it/Le-Obbligazioni/responsabilita-extracontrattuale.html>

quale viene commissionata la produzione di una valutazione, rende il quadro probatorio di più facile ed immediata disponibilità e produzione, essendo ogni distacco della prestazione professionale delle agenzie rispetto a quanto pattuito, facilmente riscontrabile nel contratto alla base della prestazione stessa.

L'analisi della natura della responsabilità civile consente di svolgere una riflessione basata sull'articolo 1227 c.c., che recita:

“Se il fatto colposo del creditore ha concorso a cagionare il danno, il [risarcimento](#) è diminuito secondo la gravità della colpa e l'entità delle conseguenze che ne sono derivate [\[2055\]](#) . Il risarcimento non è dovuto per i danni che il creditore avrebbe potuto evitare usando l'[ordinaria diligenza](#)”

Il nesso logico tra l'analisi sulla responsabilità e questo articolo è l'istituto del concorso di colpa, fattispecie riscontrabile nel caso in cui si riesca a determinare in maniera sufficientemente chiara cosa si intenda per “ordinaria diligenza”. Se assumiamo che per “ordinaria diligenza” ci si riferisca alle diverse capacità e competenze dei possibili investitori, si possono di conseguenza ipotizzare differenti posizioni e livelli di corresponsabilità degli stessi. Si tratta quindi di un altro filone dottrinale, che introduce la commistione di colpa. È possibile quindi effettuare una duplice distinzione¹⁰⁰

¹⁰⁰

- Analisi tratta da Luca Di Donna, La responsabilità civile delle agenzie di rating, CEDAM 2013, pag. 405-415
- Articolo 35, comma 1, Regolamento Consob, numero 16190, 27 Ottobre 2007, distingue tra clientela al dettaglio, clientela professionale e controparte qualificata. Introducendo quindi una diversificazione tra i possibili soggetti coinvolti.

3.1.3 Investitore istituzionale o professionale

Si tratta di un investitore esperto, dotato di competenze specifiche e con la possibilità di consultare una pluralità di fonti finanziarie sufficienti a ridurre il rischio sistematico d'investimento. In questo caso la mancanza di diligenza o la sua scarsità contribuiscono a ridurre il carico di responsabilità dell'agenzia inquisita nel contenzioso. Il concorso di colpa viene a creare un utile regime di solidità per il danno cagionato. Per comprendere appieno l'obiettivo del tying giuridico tra responsabilità civile e concorso di colpa, si pensi al caso in cui un CFO di un'importante società ad azionariato diffuso, quindi un soggetto pienamente consapevole e preparato per un'adeguata valutazione dei rating, decida di promuovere in malafede la sottoscrizione di una nuova emissione azionaria, coinvolgendo quindi migliaia di investitori.

Il diritto a ricevere un'informazione adeguata è uno dei diritti fondamentali dei consumatori e degli investitori, così come previsto dalla carta dei diritti dei consumatori e degli utenti, la quale prevede inoltre che a garantire tale diritto siano proprio coloro che, favorendo di un'asimmetria informativa che li avvantaggia, abbiano comunque cura nel condividere il proprio patrimonio informativo, che deve essere riconosciuto e tutelato anche sul piano giuridico¹⁰¹. A tal proposito, di seguito quanto riportato dal

¹⁰¹

- Carta dei diritti dei consumatori e degli utenti, inserita nel d.lgs. 6 settembre 2005 n.206;
- Articolo 27, comma 1, Regolamento Consob, numero 16190 in materia di veridicità e correttezza delle informazioni, del 29 Ottobre 2007
- Direttiva 2003/6/CE, del 28 gennaio 2003, in materia di divieto di divulgazione di informazioni false o fuorvianti relative a strumenti finanziari

regolamento Consob numero 16190, articolo 27, in materia di trasparenza informativa per gli intermediari¹⁰²:

PARTE II
TRASPARENZA E CORRETTEZZA NELLA PRESTAZIONE DEI SERVIZI/ATTIVITÀ DI INVESTIMENTO E DEI SERVIZI ACCESSORI

TITOLO I
INFORMAZIONI, COMUNICAZIONI PUBBLICITARIE E PROMOZIONALI, E CONTRATTI

Capo I
Informazioni e comunicazioni pubblicitarie e promozionali

Art. 27
(Requisiti generali delle informazioni)

1. *Tutte le informazioni, comprese le comunicazioni pubblicitarie e promozionali, indirizzate dagli intermediari a clienti o potenziali clienti devono essere corrette, chiare e non fuorvianti. Le comunicazioni pubblicitarie e promozionali sono chiaramente identificabili come tali.*

2. *Gli intermediari forniscono ai clienti o potenziali clienti, in una forma comprensibile, informazioni appropriate affinché essi possano ragionevolmente comprendere la natura del servizio di investimento e del tipo specifico di strumenti finanziari interessati e i rischi ad essi connessi e, di conseguenza, possano prendere le decisioni in materia di investimenti in modo consapevole. Tali informazioni, che possono essere fornite in formato standardizzato, si riferiscono:*

a) all'impresa di investimento e ai relativi servizi;

b) agli strumenti finanziari e alle strategie di investimento proposte, inclusi opportuni orientamenti e avvertenze sui rischi associati agli investimenti relativi a tali strumenti o a determinate strategie di investimento;

c) alle sedi di esecuzione, e

d) ai costi e oneri connessi.

¹⁰² Regolamento consultabile al sito:

http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/normativa/reg16190.htm?symbblink=/main/intermediari/impresa_investimento/reg16190.html#Art._1

3.1.4 Investitore retail

Si tratta dell'investitore non professionista, che quindi soffre maggiormente il gap informativo che si instaura con gli emittenti. Non potendo usufruire in maniera diretta di informazioni adeguate, necessita di informazioni puntuali e corrette, nonché dell'affievolimento dell'applicazione di quanto previsto nell'articolo 1227.

Relativamente alla riflessione ispirata da quanto predisposto dall'articolo 1227 c.c, si è così espresso il Prof. Rossano:

“In ogni caso, l'indagine sulla diligenza che avrebbe dovuto tenere il danneggiato al fine di limitare le conseguenze dannose, non può comunque prescindere dal riferimento al “tipo di investitore” che viene in rilievo, giacché è indubbio che ad un investitore professionale sia richiesto un grado di diligenza più elevato rispetto a quella richiesta ad un investitore inesperto”¹⁰³

3.1.5 Funzione della responsabilità civile

La funzione della responsabilità civile per le agenzie è quella di tutelare soprattutto gli investitori medio-piccoli e non istituzionali, costituisce un elemento aggiuntivo di tutela nei confronti dei probabili fallimenti negli investimenti effettuati, dovuti all'informazione fuorviante che può essere reperita nelle valutazioni. Nel nostro ordinamento manca una specifica normativa che consenta di avere un quadro chiaro ed esaustivo, motivo per cui si cerca di ricavare dai modelli normativi stipulati per gli altri attori finanziari delle norme che risultino adattabili ed utilizzabili. Tale tentativo è favorito dalla radice comune della responsabilità di questi soggetti, ovvero l'inesattezza/incompletezza/erroneità delle informazioni

¹⁰³ Diego Rossano - *Le agenzie di rating nel rapporto con gli investitori: profili di responsabilità* in Rivista trimestrale di Diritto dell'Economia, numero 1/2012, parte seconda, “note ed osservazioni a sentenza” consultabile al sito http://www.fondazioneapriglione.luiss.it/2012_01_RTDE.pdf

economiche prodotte. La colpa è insita nella violazione della fiducia che i terzi investitori ripongono nella professionalità e nelle procedure che sottostanno alla produzione di rating e valutazioni, ed in particolare l'origine del dolo va ricercata nel non rispetto di norme di settore, nella negligenza o nel palese tentativo di manipolazione di informazioni economiche. È opportuno evidenziare come i punti di riferimento del sistema dell'azione da danno siano stati profondamente modificati dalle dinamiche intercorse nei mercati¹⁰⁴: si è partiti da azioni che venivano intentate prevalentemente in presenza di situazioni di tipo concorsuale, e l'oggetto, specialmente nei paesi che si avvalgono del common law, spaziava tra *product liability* e *personal injury*. Solo negli ultimi anni l'apparato si è visto costretto a fronteggiare numerose cause aventi come oggetto la *economic loss*, capo di imputazione molto vicino alle più classiche accuse mosse contro le società di rating.

Dal momento che la regolazione non si è mostrata in grado di produrre un apparato sufficientemente vigile ed in grado di innescare meccanismi di tutela adeguati, che potessero operare nella direzione di una condizione paretianamente efficiente (sia per le agenzie, sia per gli investitori), pare tuttavia, seppur con le difficoltà precedentemente illustrate (individuazione del livello di diligenza preposto e analisi del metodo di produzione delle valutazioni), necessario accrescere lo strumento della responsabilità civile, che esprime essenzialmente due tipi di funzioni, preventiva/deterrente e risarcitoria.

La presenza di una **funzione preventiva/deterrente** dovrebbe produrre l'effetto di fornire alle agenzie un incentivo ad emettere rating affidabili e veritieri, dal momento che il costo del

¹⁰⁴ Giulio Ponzanelli, "Quando sono responsabili le agenzie di rating" in *Analisi giuridica dell'economia*, 2/2012

risarcimento del danno potenzialmente arrecabile, moltiplicato per le possibilità che l'azione risarcitoria venga condotta con successo dai soggetti danneggiati, potrebbe superare di gran lunga il costo necessario per rendere le procedure di produzione delle valutazioni effettivamente affidabili, senza considerare il danno da immagine e reputazionale insito nel subire, perdendo, una mozione per causata *economic loss*.

La **funzione risarcitoria** invece è definibile come la “classica” finalità perseguita dall'istituzione della responsabilità civile, previo accertamento del dolo e del danno. Come ho accennato precedentemente, le difficoltà insite nella costruzione di un adeguato impianto probatorio sono molteplici, ed hanno come oggetto l'individuazione di un adeguato livello di diligenza degli investitori, e da un complesso lavoro di *compliance* da effettuare sulle procedure e sugli strumenti utilizzati nei processi produttivi del rating e delle valutazioni.

Generalmente, parlando di funzione risarcitoria, è necessario sottolineare come ad una maggiore deterrenza e probabilità di condanna dovrebbe corrispondere una maggiore cura nell'attuazione delle procedura e nella raccolta/elaborazione dati da parte delle agenzie.

I soggetti che possono intentare un'azione di questo tipo sono essenzialmente due¹⁰⁵:

- Emittenti che subiscono un danno in seguito ad una valutazione troppo bassa
- Investitori che subiscono una perdita in seguito all'affidamento fatto su un rating troppo elevato

¹⁰⁵ Federico Parmeggiani “La funzione economica e la regolazione delle agenzie di rating”, Dottorato di Ricerca in “Law & Economics”, Ciclo XXIII, Università degli studi di Siena, Facoltà di Economia “Richard M. Goodwin”

Analizzando nel suo complesso la disciplina¹⁰⁶ relativa al ristoro del danno subito, oltre ai già citati problemi di procedura emerge anche la quantificazione, conseguente ai primi due. Il caso di un'azione promossa da un soggetto danneggiato da un rating troppo basso, tipicamente quindi da un emittente mal valutato, comporta generalmente un risarcimento molto elevato. L'effetto principale del *downgrade* è l'obbligo di corrispondere tassi di interesse più elevati, per coprire il maggior rischio insito nell'investire in un emittente tacciato di scarsa affidabilità e rendere appetibile la sottoscrizione di titoli. Pertanto, l'azione risarcitoria può prendere come misura del danno patito proprio il tasso di interesse maggiore corrisposto, o il pregiudizio subito dall'emittente per il solo fatto di non essere stato ritenuto conforme ai parametri di affidabilità fissati dalle varie normative finanziarie, in termini di requisiti minimi necessari per la vendita di pacchetti azionari o obbligazionari. Allo stesso modo, il risarcimento richiesto a fronte di una valutazione troppo elevata può comportare un danno altrettanto rilevante per gli investitori che hanno riposto fiducia in tale parametro, con conseguenze oltremodo gravi per l'agenzia che si veda condannata al risarcimento. In questo caso, il parametro di riferimento per la quantificazione del danno può essere individuato nella perdita di valore che ha interessato il titolo, calcolata dal momento del suo acquisto fino al momento del tracollo del relativo valore. Da notare come questo caso obblighi, in sede di giudizio, a tener conto non tanto della variazione percentuale del valore nominale del titolo in sé, che potrebbe essere in realtà minima, quanto dell'effetto leva insito nel numero di sottoscrizioni avvenute, che potrebbe essere molto elevato. Basti pensare ad un'offerta pubblica di acquisto indetta da una società di respiro

¹⁰⁶ Analisi tratta da Federico Parmeggiani "La funzione economica e la regolazione delle agenzie di rating", Dottorato di Ricerca in "Law & Economics", Ciclo XXIII, Università degli studi di Siena, Facoltà di Economia "Richard M. Goodwin"

internazionale. In conclusione, appare evidente che, per le conseguenze riscontrabili sull'intero sistema finanziario, l'istituzione di un regime di responsabilità civile per le agenzie assume una valenza ed una delicatezza tutte particolari, che rischiano di produrre effetti che vanno ben oltre la singola azione legale intrapresa. I problemi principali sono tre, accertamento dell'impiego della necessaria diligenza da parte dei sottoscrittori e degli analisti, analisi della *compliance* del processo di valutazione, conseguente valutazione. Si capisce come risulti altresì difficile "imbrigliare" l'intero istituto della responsabilità civile per le agenzie di rating in un pacchetto normativo dai contorni definiti, dal momento che l'insieme delle problematiche da me esposte nel corso della trattazione denotano chiari elementi di aleatorietà ed imprevedibilità.

3.2 La responsabilità civile delle agenzie di rating nell'ordinamento giuridico statunitense

L'ordinamento giuridico statunitense è stato a lungo carente per quanto riguarda adeguati impianti normativi che regolassero le agenzie sotto il punto di vista della responsabilità, causando un vuoto che, come ho avuto modo più volte di evidenziare, ha portato a conseguenze critiche sotto vari aspetti. Nel 2006 e nel 2010 sono stati però compiuti i primi passi concreti verso un assetto normativo più preciso, rispettivamente con il *Credit Rating Agency Reform Act*, ed il *Dodd Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*. Nel secondo capitolo ho concentrato l'attenzione sull'impatto che i due provvedimenti hanno apportato nel conflitto di interessi delle agenzie, evidenziando come anche in quel settore imperasse un vuoto normativo ingombrante per poter essere ignorato. In tema di responsabilità, i due atti si sono distinti per

aver cercato di approfondire e disciplinare con attenzione la fattispecie, lasciando però insoddisfazioni tangibili. Il *Dodd Frank Act* si limita a prevedere l'inclusione in sede di accusa, a carico dell'investitore, di una documentazione probatoria che possa ragionevolmente dimostrare come l'agenzia di rating abbia dolosamente, o colposamente, prodotto una valutazione non conforme alle informazioni ricevute, causando quindi un pregiudizio. Lo standard probatorio richiesto è quello della *actual malice*, ovvero dell'intento preciso di diffondere notizie false e fuorvianti¹⁰⁷.

Così il testo del DFA:

SEC. 933. STATE OF MIND IN PRIVATE ACTIONS.¹⁰⁸

“(B) EXCEPTION.—In the case of an action for money damages brought against a credit rating agency or a controlling person under this title, it shall be sufficient, for purposes of pleading any required state of mind in relation to such action, that the complaint state with particularity facts giving rise to a strong inference that the credit rating agency knowingly or recklessly failed—

“(i) to conduct a reasonable investigation of the rated security with respect to the factual elements

relied upon by its own methodology for evaluating credit risk; or “(ii) to obtain reasonable verification of such factual elements (which verification may be based on a sampling technique that does not amount to an audit) from other sources that the credit rating agency considered

to be competent and that were independent of the issuer and underwriter.”.

È chiaro che, essendo gli investitori notevolmente svantaggiati rispetto alle agenzie, e praticamente impossibilitati a ricostruire l'origine della valutazione oggetto di accusa, di fatto il *DFA* ha lasciato immutata una situazione già di per se grave e compromessa. Se a ciò si somma che il primo emendamento della costituzione americana tutela sempre e comunque la libertà di espressione, si capisce come le agenzie utilizzino questo parametro

¹⁰⁷ Analisi tratta da: Luca Di Donna, *“La responsabilità civile delle agenzie di rating. Mercato finanziario, allocazione dei rischi e tutela dell'investitore”* Cedam, 2013

¹⁰⁸ <http://www.sec.gov/about/laws/wallstreetreform-cpa.pdf>

come *leit motiv* per affermare il loro diritto, salvo che il danno non sia stato cagionato con una condotta dolosa, comunque da dimostrare. Il rischio principale che si corre, aldilà dell'effettiva impunità delle agenzie, è che queste vengano troppo accostate all'attività svolta dai giornalisti finanziari, circostanza che, se dovesse divenire prassi a livello di cronaca e precedente per le corti, potrebbe definitivamente allontanare la possibilità di intentare azioni legali per *economic loss* a carico delle agenzie. A tal proposito è interessante riportare il contributo del Prof Sanna:

*"...anche gli studiosi italiani hanno osservato, in primo luogo, che, soprattutto quando il rating sia richiesto, l'analogia con l'attività giornalistica diviene assai complicata, poiché le agenzie sono pagate dall'emittente e, inoltre, riprendendo il pensiero espresso dal parlamento europeo, che la libertà di stampa implica per i consociati di ignorare quanto espresso dagli organi di informazione senza subire conseguenze di ordine legale, mentre l'evidenza dei fatti dimostra che il rating, oltre ad orientare le scelte d'investimento degli investitori retail (pur liberi tuttavia, come il lettore di un quotidiano finanziario, di non tenere conto delle informazioni fornite), costituisce anche un presupposto fondamentale affinché un emittente possa collocare le proprie obbligazioni presso investitori istituzionali."*¹⁰⁹

Così recita il primo emendamento della Costituzione degli Stati Uniti:

"Congress shall make no law respecting an establishment of religion, or prohibiting the free exercise thereof; or abridging the freedom of speech, or of the press; or the right of the people peaceably to assemble, and to petition the Government for a redress of grievances."

¹⁰⁹ Sanna, *"La responsabilità civile delle società di rating nei confronti degli investitori"*, pagg. 68, Edizioni Scientifiche Italiane, Novembre 2011

Sul quale si è espresso negativamente il Prof. Arthur R. Pinto¹¹⁰:

“this heightened protection under United States law has the effect of making it more difficult to find these agencies liable for damages, and influences the court’s analysis of potential liabilities”

Evidenziando come si possa affermare di trovarsi di fronte al curioso caso per cui il legislatore americano sia vittima e carnefice di se stesso.

Numerosi sono gli studiosi che si sono espressi con scetticismo riguardo la possibilità di poter giungere ad una condizione più equa. Tra questi il Prof. Mauro Bussani, che così afferma¹¹¹:

“...la prova difensiva spettante alle agenzie resta oggi assai più agevole da produrre di quanto possa essere per l’attore la prova della recklessness o dell’intenzione di nuocere in capo alle stesse agenzie. Il punto resta che svincolare le agenzie da ogni responsabilità (che andrebbe ovviamente costruita su scala globale, e non dipendente da recinti normativi nazionali o regionali) consente ad un enorme ammontare di denaro di trovarsi indebitamente nelle tasche di agenzie che hanno operato scorrettamente, anziché in quelle dei soggetti che ne sono stati danneggiati. Il che non solo riduce la funzione di deterrenza che dovrebbe essere propria alle normative di controllo, ma permette alle agenzie di non internalizzare quei costi sociali che esse stesse producono. Chi può seriamente continuare a pensare o accettare che per coloro i quali contribuiscono a cagionare enormi perdite, pubbliche o private, la sanzione più severa possa essere la fuoriuscita dal mercato? Dalla risposta al quesito dipendono le aspettative e gli interessi delle economie nazionali e degli investitori di tutto il mondo.”

Mettendo in evidenza problematiche che vanno aldilà dell’oggetto della mia analisi, ovvero il regime di responsabilità, ma anche tematiche importanti di economia pubblica, quali un effettivo

¹¹⁰ Arthur R. Pinto, “Control and Responsibility of Credit Rating Agencies in the United States”, pagg. 351 in *The American Journal of Comparative Law* Vol. 54, pubblicato da American Society of Comparative Law, autunno 2006

¹¹¹ Prof. Mauro Bussani, “Gli agenti irresponsabili” in *Limes*, rivista italiana di Geopolitica 6/2011

squilibrio tra costi sociali e privati, e soprattutto il rischio concreto che, qualora fosse percepito dagli attori del mercato che la funzione deterrente della responsabilità sia carente, o che addirittura tutto l'istituto in sé vacilli, si potrebbe creare un pericoloso circolo vizioso che a fronte di condotte scorrette sommerebbe la sicurezza di poter eludere con facilità ogni tipo di controllo e di conseguenza.

Sulla stessa linea Frank Partnoy e George E. Barrett:¹¹²

*“...rating agencies have been effectively exempt from civil liability. With rare exceptions, rating agencies have not suffered damages from litigation even when they were negligent or reckless in issuing overly optimistic ratings. To some extent, the rating agencies’ success in avoiding liability is due to **legislative policy, such as the explicit statutory exemption from liability under Section 11 of the Securities Act of 1933 or the limitations on private rights of action in the Credit Rating Agency Reform Act of 2006.** But the exemption also is due to a handful of **judicial decisions accepting the rating agencies’ assertion that ratings are merely “opinions,”** which, under the First Amendment, should be afforded the same protection as opinions of publishers. The accountability of NRSROs has deteriorated so much that institutional investors now are vulnerable if they rely on credit ratings in making investment decisions. To the extent rating agencies are not subject to liability, an institutional investor’s defense of reliance on ratings is weakened, because constituents can argue that ratings are less reliable when rating agencies are not accountable for fraudulent or reckless ratings.”*

Gli autori evidenziano nello stralcio di contributo qui riportato parametri fondamentali per tracciare i contorni della mia analisi. Sottolineano l’effettiva impunità delle agenzie focalizzando l’attenzione su tre elementi chiave:

¹¹² Frank Partnoy, George E. Barrett, Professor of Law and Finance, Director of the Center on Corporate and Securities Law, in *“Rethinking Regulation of Credit Rating Agencies: An Institutional Investor Perspective”* University of San Diego School of Law, for the Council of Institutional Investors, April 2009

- Responsabilità per l'attuale situazione legate a precise politiche legislative, sottolineando come la *statutory exemption from liability* sia inclusa nella *Section 11* del *Securities Act* del 1933, modificato in parte dal *Dodd Frank Act*, ma non sotto questo punto di vista
- La precisa predisposizione inclusa, nel *Credit Rating Agency Reform Act*, che prevede "*limitations on private rights of action*", andando quindi ad incidere sulla piena possibilità da parte dei privati di agire in giudizio (a tal proposito un forte aiuto deriva dallo strumento della *class action*)
- Il precedente giurisprudenziale, che si è costituito grazie a numerose sentenze che hanno ritenuto i ratings completamente assimilabili a pareri, senza minimamente mettere in dubbio, o per lo meno cercando di approfondire quale sia l'effettiva portata del primo emendamento della costituzione.

A fronte della situazione esposta l'unico rimedio per gli investitori e gli emittenti danneggiati pare essere l'istituto della *class action*, rimedio processuale che, facendo leva sulla quantità di richieste avanzate contemporaneamente e con intento comune, potrebbe costituire un deterrente nei confronti di comportamenti pregiudizievoli. L'istituto della *class action* statunitense è nettamente più radicato nella cultura giuridica statunitense di quanto lo sia nel nostro paese, ed è presente nell'ordinamento americano a partire dal 1912, anno in cui fu introdotta dalla *Federal Equity Rule*, per poi essere riformata nel 1938 dalla *Moore Rule* e nel 1966 dalla *Federal Rule of Civil Procedure*.¹¹³

¹¹³ Fonte: Giada Buzzi, "*Class Action, un'analisi comparativa*", consultabile al sito: <http://www.altalex.com/index.php?idnot=48933>

3.2 La giurisprudenza: Abu Dhabi Commercial Bank vs Morgan Stanley

Tra le molte sentenze rintracciabili ho selezionato quella che a mio avviso costituisce una pietra miliare in materia, dal momento che ribalta la prassi giurisprudenziale in tema di responsabilità civile per le agenzie¹¹⁴. Il caso “*Abu Dhabi Commercial Bank vs Morgan Stanley & Co.*”, fine 2008, ebbe come oggetto il collocamento di alcuni titoli della banca araba, in forma di *SIV*¹¹⁵, tramite uno *structured investment vehicle*, definito *Cheyne*¹¹⁶, ad opera di *Morgan Stanley & Co.* La Southern District of New York rilevò come, a fronte dell’elevato rating (AAA) espresso da Moody’s e S&P’s per tranches di titoli di debito dell’ADCB, si fossero poi registrati negli andamenti e nelle esposizioni obbligazionarie della banca, tassi di rischio notevolmente più elevati, completamente discordi con la valutazione ricevuta. L’elemento rivoluzionario della sentenza sta nel fatto che fu introdotta una netta distinzione secondo la quale, un’agenzia di rating che emetta un giudizio su titoli non destinati al pubblico, quindi nell’ambito di un rapporto di natura totalmente privata, può essere esclusa dalla protezione del primo emendamento della costituzione, che tutela la libertà di

¹¹⁴ Analisi tratta da Federico Parmeggiani “*La funzione economica e la regolazione delle agenzie di rating*”, Dottorato di Ricerca in “*Law & Economics*”, Ciclo XXIII, Università degli studi di Siena, Facoltà di Economia “Richard M. Goodwin”

¹¹⁵ **Veicolo di investimento strutturato** o **Structured investment vehicle** (in sigla: **SIV**) è una tipologia di società finanziaria creata per guadagnare un differenziale tra i suoi asset e passivi come una banca tradizionale. La strategia di una SIV è di prendere in prestito denaro mediante l'emissione di titoli a breve termine, come obbligazioni pubbliche a bassi tassi di interesse e quindi prestare il denaro con l'acquisto di titoli a lungo termine (come gli RMBS, prestiti di automobili, prestiti studenteschi, cartolarizzazioni di carte di credito e titoli bancari) a tassi di interesse più elevati, con la differenza nei tassi dandoli agli investitori come profitto. A causa di questa struttura i *Veicolo di investimento strutturato* sono considerati come parte del sistema bancario collaterale. Fu inventato da [Citigroup](#) nel [1988](#), I SIV furono famosi fino al crollo del mercato nel [2008](#). Fonte: http://it.wikipedia.org/wiki/Veicolo_di_investimento_strutturato

¹¹⁶ <http://www.thenational.ae/business/industry-insights/finance/adcb-ends-legal-battle-with-morgan-stanley-over-soured-investment>

espressione per la stampa finanziaria. La sentenza ha aperto scenari interessanti e potenzialmente costosi per le agenzie, dal momento che la maggior parte dei titoli collocati presso investitori privati risulterebbero non tutelabili dal suddetto emendamento. Oltremodo, la sentenza ha avuto ripercussioni nel connubio tra finanza strutturata & agenzie di rating, poichè si è potuto iniziare a condurre un'operazione di *disclosure* necessaria per innalzare il livello di chiarezza ed affidabilità nel settore.

3.3 La responsabilità civile delle agenzie di rating nell'ordinamento giuridico comunitario europeo

Il diritto comunitario europeo ha a lungo operato in presenza di un vuoto normativo riguardo la responsabilità civile delle agenzie. Tuttavia, la rilevanza e l'incidenza del rating hanno imposto un cambio di rotta, dando inizio al tentativo di istituire un quadro giuridico di riferimento in grado di bilanciare il gap tra l'iniziativa dei privati ed un adeguato controllo pubblico. Anche in Europa l'intento principale è stato quello di promuovere un rating giusto e veritiero, avente come fine la tutela reale degli investitori e degli emittenti. A differenza degli Stati Uniti, che beneficiano di un impianto normativo di tipo federale, (il quale, aldilà delle leggi statali, costituisce la trama su cui poggiano tematiche di portata nazionale) in Europa è totalmente mancato un elemento comune, quindi il tentativo di tutela degli investitori non poteva esimersi dall'avviare un adeguato ed efficace processo di armonizzazione. Tanto più che, essendo immediatamente apparsa necessaria la necessità di evitare disparità di trattamenti giuridici, è risultato quindi auspicabile intessere un coordinamento tra le giurisdizioni nazionali. **La prima risposta concreta è arrivata grazie all'emanazione del regolamento n.1060/2009**, che ha apportato

una serie di elementi all'interno della legislazione europea, ed è proprio partendo dall'analisi dei tratti più salienti del regolamento stesso che si può improntare un'analisi che consenta di estrapolare qualche elemento utile relativamente ad eventuali azioni risarcitorie. Innanzitutto, il **considerando 69°** del regolamento conferma la non omogeneità del quadro normativo europeo¹¹⁷:

“(69) Fatta salva l'applicazione del diritto comunitario, eventuali richieste di risarcimento nei confronti delle agenzie di rating del credito per violazione delle disposizioni del presente regolamento dovrebbero essere proposte a norma della pertinente legislazione nazionale in materia di responsabilità civile.”¹¹⁸

Il considerando 69 lascia forse troppo adito alla situazione non armonica che ho presentato precedentemente, rimettendo alle legislazioni nazionali l'onere di analizzare il singolo caso di competenza. A mio avviso, data l'interconnessione dei mercati finanziari esistenti nell'Unione Europea, una procedura di stampo nazionale a fronte di un problema con ripercussioni comunitarie non rappresenta l'approccio ottimale. Per converso, l'utilizzo delle normative nazionali in tema di responsabilità può fungere da utile supporto per la trattazione di questo tema, per il quale non è stata ancora prodotta una giurisprudenza consolidata cui poter fare riferimento. Il regolamento presenta un chiaro invito alla comunità finanziaria, introducendo un elemento insolito, dal momento che il considerando 10° assume quasi la veste di un consiglio a ridurre l'utilizzo del rating esterno come unica fonte di informativa finanziaria:

¹¹⁷ Analisi tratta da:

- Luca Di Donna, *“La responsabilità civile delle agenzie di rating. Mercato finanziario, allocazione dei rischi e tutela dell'investitore”* Capitolo V, Cedam, 2013
- Federico Parmeggiani, *“I problemi regolatori del rating e la via europea alla loro soluzione”*, in Banca, Impresa, Società, anno XXIX, 2010, n°3 pagg 495

¹¹⁸ <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2009:302:0001:0001:IT:PDF>

*“(10) È opinione generale che le agenzie di rating del credito non siano state capaci, in primo luogo, di adeguare tempestivamente i loro rating al peggioramento delle condizioni del mercato e, in secondo luogo, di adattare per tempo i loro rating del credito in seguito all’aggravarsi della crisi del mercato. Il modo migliore per porre rimedio a queste incapacità è adottare misure in materia di conflitti di interesse, qualità dei rating, trasparenza e governance interna delle agenzie di rating del credito, e sorveglianza delle attività delle agenzie di rating del credito. **Coloro che utilizzano i rating del credito non dovrebbero affidarsi ciecamente a tali valutazioni ma dovrebbero sempre procedere con la massima attenzione alla propria analisi e all’opportuna diligenza dovuta prima di affidarsi a tali rating.**”¹¹⁹*

Si evidenzia quindi il chiaro proposito del legislatore di non fornire tanto un appoggio concreto all’instaurarsi di una prassi giurisprudenziale a favore dell’avvio di azioni di responsabilità, quanto piuttosto alla responsabilizzazione degli investitori e dei soggetti che si servono del rating, invitandoli a considerarlo effettivamente come uno strumento e non come una verità finanziaria imprescindibile. Allo stesso tempo, però, si trovano due disposizioni che al contrario sembrano poter offrire dei punti di partenza utili per costruire un impianto probatorio in un eventuale azione di responsabilità, ribaltando il *leit motiv* precedente: l’allegato I della sezione D, paragrafo 4, in tema di divulgazione e spiegazione delle attività di verifica e di veridicità delle informazioni, da doversi necessariamente effettuare prima di iniziare ad elaborare un rating, ed il considerando 25, in materia di trasparenza delle procedure di stesura del rating stesso.

¹¹⁹ <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2009:302:0001:0001:IT:PDF>

Allegato I, sezione D, paragrafo 4:

4. Un'agenzia di rating del credito indica in modo chiaro e visibile, nel comunicare i rating, qualsiasi loro caratteristica specifica e limiti. In particolare essa indica in modo visibile, nel comunicare ciascun rating, se considera soddisfacente la qualità delle informazioni disponibili sull'entità valutata e in che misura ha verificato le informazioni fornitele dall'entità valutata o a terzi collegati. Se un rating riguarda un tipo di entità o di strumento finanziario per cui i dati storici sono limitati, l'agenzia di rating del credito chiarisce in modo visibile tali limiti del rating.¹²⁰

Considerando 25:

“(25) Le agenzie di rating del credito dovrebbero rendere pubbliche le informazioni relative alle metodologie, ai modelli e alle ipotesi principali di rating utilizzati nelle loro attività di rating. Il grado di dettaglio delle informazioni da rendere pubbliche riguardo ai modelli dovrebbe essere tale da fornire agli utilizzatori dei rating informazioni atte a consentire loro di usare la diligenza dovuta nel valutare se fare o meno affidamento su tali rating. Le informazioni da rendere pubbliche riguardo ai modelli non dovrebbero tuttavia rivelare informazioni commerciali sensibili o ostacolare seriamente l'innovazione.”¹²¹

Si può notare come siano presenti essenzialmente due macro contributi all'interno del regolamento: uno in direzione di una maggiore responsabilizzazione di coloro che usufruiscono dei rating, ed a riguardo si può a mio avviso affermare che il legislatore abbia voluto inserire un monito preventivo, (considerando 10°), in modo da evitare il proliferare di azioni di responsabilità che si potrebbero sicuramente evitare se gli investitori ed emittenti operassero con piena cognizione di causa. L'altro contributo invece

¹²⁰ Come in nota 22

¹²¹ <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2009:302:0001:0001:IT:PDF>

sembra quasi essere stato concepito per fornire degli elementi concreti di aiuto alle autorità di vigilanza, più che ai giudici nazionali, grazie all'introduzione degli obblighi di comunicazione e trasparenza, preziosi per attuare concrete azioni di vigilanza e supervisione. In tale direzione si muovono decisamente la sezione D dell'allegato I e il considerando 25. Bisogna inoltre sottolineare come questi due elementi favoriscano la formazione di un eventuale supporto probatorio in sede di giudizio, dal momento che forniscono dei parametri di valutazione degli elementi utilizzati e dell'operato delle agenzie precisi ed inequivocabili. Il giudizio finale sull'operato del legislatore europeo credo possa essere così espresso:

“nonostante il ritardo con cui si è mosso rispetto a quello americano, il legislatore europeo ha saputo comunque cogliere le aree critiche in cui un suo intervento era richiesto e ha saputo predisporre una serie di soluzioni normative che, sebbene perfettibili in alcuni loro punti, hanno il pregio di dettare una disciplina applicabile in tutti gli stati membri, che eviti il rischio di un approccio frammentario e locale ad un settore che più di tutti presenta un elevato livello di globalizzazione. Il pregio maggiore della regolazione europea è quindi nell'attitudine oltrechè nel contenuto, in quanto si presenta organica ed esaustiva, ma soprattutto contribuisce più in generale ad avvicinare le normative in materia finanziaria degli stati membri”¹²²

¹²² Tratto completamente da *“I problemi regolatori del rating e la via europea alla loro soluzione”*, Federico Parmeggiani, in *Banca, Impresa, Società*, anno XXIX, 2010, n°3 pagg 495

Conclusioni

Il quadro delineato evidenzia lo sforzo intrapreso dai legislatori per fronteggiare concretamente la situazione critica dell'attuale sistema di rating. Le difficoltà e gli accadimenti trascorsi sottolineano l'assoluta necessità di costruire un impianto legislativo che riesca ad essere efficace su scala mondiale, con il fine di fronteggiare le necessità espresse dai mercati e dalla società. A fronte dell'analisi svolta, credo si possa affermare che, se da un lato il valore informativo del rating va tutelato e reso idoneo alle aspettative che su esso vengono riposte, dall'altro risulta altresì evidente come le agenzie abbiano operato in un regime oligopolista che troppo poco spazio ha lasciato alla chiarezza e all'affidabilità, rendendo difficile il recupero della situazione. Nonostante i tentativi perseguiti, sembra che si sia ancora ben distanti dal sanamento delle principali esternalità negative legate all'azione delle agenzie, ovvero il conflitto di interessi presente al loro interno e la presenza di una regolamentazione blanda in chiave di responsabilità civile. Se a questo si somma la natura delle agenzie stesse, partecipate da soggetti possessori di un enorme potenziale economico e molteplici interessi interconnessi su scala mondiale, si capisce come il quadro delineato abbia bisogno di interventi incisivi e precisi. La difficoltà che emerge si posiziona proprio tra questi due elementi: da un lato un sistema solido e ben rodato, basato su una rete di relazioni finanziarie di difficile mappatura, dall'altro le conseguenze che i *gatekeepers* dei mercati producono con effetti d' domino di difficile gestione. Se a lungo ci si è ciecamente affidati alle agenzie di rating, risulta ormai evidente che il *laissez faire* è improduttivo e dannoso, e che il bisogno di informazione, appunto perché elemento fondamentale per la finanza e l'economia, non può essere

abbandonato a se stesso, e la sua cura riposta nelle mani di pochi eletti.

Bibliografia

- Fabian Dittrich, “The credit rating industry: competition & regulation”, Università di Colonia, 2007
- Luca Di Donna, “*La responsabilità civile delle agenzie di rating. Mercato finanziario, allocazione dei rischi e tutela dell’investitore*” Cedam, 2013
- *Politica Economica e Strategie Aziendali*”, Nicola Acocella, IV edizione, Carocci.
- Paolo Gila e Mario Miscali, “I signori del Rating” pagg. 40-42 Bollati Beringhieri, 2012
- Ingo Fender & Janet Mitchell “*Structured finance: complexity, risk, and use of the rating*” BRI-Banca dei Regolamenti Internazionali, rassegna trimestrale, giugno 2005
- H. Buchter, “*L’astro nascente di Wall Street*”, in “*Die Zeit*”, in *Internazionale*, n. 899, 27 maggio 2011
- Intervista in “*L’astro nascente di Wall Street*” in “*Die Zeit*” traduzione italiana in “*Internazionale*” numero 899, 27 Maggio 2011
- Intervista concessa a Gila e Miscali, in Paolo Gila e Mario Miscali, “I signori del Rating” pagg. 77-78, Bollati Beringhieri, 2012
- Avv. Enrico Granata, presidente della Federazione delle banche, assicurazioni e della finanza, convegno “*il Rating: mito, realtà, narrazioni*” pagg. 5-6 Venezia, 5 Ottobre 2012
- Presti, “le agenzie di rating: dalla protezione alla regolazione” 2009
- Federico Parmeggiani “*La funzione economica e la regolazione delle agenzie di rating*”, Dottorato di Ricerca in “Law & Economics”, Ciclo XXIII, Università degli studi di Siena, Facoltà di Economia “Richard M. Goodwin”
- Listokyn, Y & Taibleson B., “*If you misrate, then you lose: improving credit rating agencies accuracy through incentive compensation*” Yale Journal on Regulation, n. 27, p. 91, 2010
- B. Romano, in “*L’Europa vara la riforma dei rating*” Sole 24ore, 17 Gennaio 2013
<http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2013-01-17/leuropa-vara-riforma-rating-064133.shtml?uuid=AbX1c9KH>
- J.A. Grundfest & E.E. Hochenberg, “Investor Owned and Controlled Rating Agencies: A Summary Introduction”, Stanford University Law School, dipartimento “Law & Economics”, 25 Ottobre 2009 consultabile all’indirizzo: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1494527

- Summary Report 2011, SEC, consultabile al sito http://www.sec.gov/news/studies/2011/2011_nrsro_section15e_examinations_summary_report.pdf
- PUBLIC LAW 109–291—SEPT. 29, 2006 consultabile al sito: <https://www.sec.gov/divisions/marketreg/ratingagency/cra-reform-act-2006.pdf>
- Security and Exchange Commission, Release No. 34-68286, File No. S7-04-09. November 26, 2012 <http://www.sec.gov/rules/exorders/2012/34-68286.pdf>
- SEA, Section 15 E consultabile al sito: <http://www.sec.gov/divisions/marketreg/ratingagency/sea34-15e.pdf>
- SEC rule, 17 g-2, paragrafi “A” e “D”, consultabile al sito <http://www.sec.gov/rules/other/2009/34-60473.pdf> :
- Commissione d’inchiesta Stanford University: Lavoro integrale consultabile al sito: http://fcic-static.law.stanford.edu/cdn_media/fcic-reports/fcic_final_report_full.pdf
- “The financial crisis inquiry report”, pag 18. http://fcic-static.law.stanford.edu/cdn_media/fcic-reports/fcic_final_report_full.pdf
- “TITLE IX—INVESTOR PROTECTIONS AND IMPROVEMENTS TO THE
- REGULATION OF SECURITIES, Subtitle C—Improvements to the Regulation of Credit Rating Agencies” paragrafo 3. Consultabile al sito <http://www.sec.gov/about/laws/wallstreetreform-cpa.pdf>
- Summary Report 2012: <http://www.sec.gov/news/studies/2012/nrsro-summary-report-2012.pdf>
- Summary Report 2011 : http://www.sec.gov/news/studies/2011/2011_nrsro_section15e_examinations_summary_report.pdf
- Testo integrale Reg. 1060/2009, consultabile al sito: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2009:302:0001:0001:IT:PDF>
- Luigi Prosperetti, “ La possibile responsabilità civile delle società di rating: alcune riflessioni in chiave economica” in *Analisi giuridica dell’economia*, 2° numero semestrale, 2012, consultabile al sito: <http://www.rivisteweb.it/doi/10.1433/38925>
- Diego Rossano, *Le agenzie di rating nel rapporto con gli investitori: profili di responsabilità* in *Rivista trimestrale di Diritto dell’Economia*, numero 1/2012, parte seconda, “note

ed osservazioni a sentenza” consultabile al sito
http://www.fondazione-capriglione.luiss.it/2012_01_RTDE.pdf

- Carta dei diritti dei consumatori e degli utenti, inserita nel d.lgs. 6 settembre 2005 n.206
- Regolamento Consob, numero 16190 in materia di veridicità e correttezza delle informazioni, del 29 Ottobre 2007
http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/normativa/reg16190.htm?symbblink=/main/intermediari/imprese_investimento/reg16190.html#Art._1
- Direttiva 2003/6/CE, del 28 gennaio 2003, in materia di divieto di divulgazione di informazioni false o fuorvianti relative a strumenti finanziari

- Giulio Ponzanelli, “Quando sono responsabili le agenzie di rating” in *Analisi giuridica dell’economia*, 2/2012
- Sanna, “*La responsabilità civile delle società di rating nei confronti degli investitori*”, pagg. 68, Edizioni Scientifiche Italiane, Novembre 2011
- Arthur R. Pinto, “Control and Responsibility of Credit Rating Agencies in the United States”, pagg. 351 in *The American Journal of Comparative Law* Vol. 54, pubblicato da American Society of Comparative Law, autunno 2006

- Prof. Mauro Bussani, “Gli agenti irresponsabili” in *Limes*, rivista italiana di Geopolitica 6/2011
- Frank Partnoy, George E. Barrett, Professor of Law and Finance, Director of the Center on Corporate and Securities Law , in “*Rethinking Regulation of Credit Rating Agencies: An Institutional Investor Perspective*” University of San Diego School of Law ,for the Council of Institutional Investors , April 2009
- Giada Buzzi, “*Class Action, un’analisi comparativa*”, consultabile al sito:
<http://www.altalex.com/index.php?idnot=48933>
- Federico Parmeggiani, “*I problemi regolatori del rating e la via europea alla loro soluzione*”, in *Banca, Impresa, Società*, anno XXIX, 2010, n°3
- <http://eurlex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2009:302:0001:0001:IT:PDF>

Sitografia

- www.freefoundation.com “Le agenzie di rating”, I dossier
- www.bluerating.com “Funds & Investments”, portale finanziario
- www.borsaitaliana.it sezione “sotto la lente”, rubrica di approfondimento finanziaria
- <http://www.borsaforextradingfinanza.net> “guida ai rating di Moody’s, Standard & Poor’s e Fitch” a cura di Carlo Manzo e Antonio Vanuzzo
- <http://lexicon.ft.com/Term?term=credit-outlook> Financial Times Lexicon, “understanding Economics”
- <http://www.icra.in/Files/Articles/RatingOutlook.pdf> la ICRA è un’agenzia di rating associata al gruppo Moody’s, con sede a Gurgaon, India
- Top Investor Relations, <http://www.irtop.com/blog/investor-relations-news/231-procedura-di-rating.html>
- <http://www.moody.com/sites/products/AboutMoodyRatingsAttachments/2001400000389218.pdf?frameOfRef=corporate> Moody’s Corporation
- http://www.ram.com.my/rating_process.aspx
- <http://www.eu-ra.com/ITA/RatingCorp.htm>
- <http://www.moody.com/Pages/amr002001.aspx> Sito Ufficiale di Moody’s Corporation, “how to get rated”
- <http://www.moody.com/> “how to get rated”
- www.standardandpoor.com “products & services overview”
- www.fitchratings.com “understanding ratings”
- <http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/Finanza%20e%20Mercati/2010/05/ecco-chi-comanda-moody.shtml>
- <http://www.echeion.it/economia/speciale-agenzie-di-rating-che-cosa-sono/>
- [http://en.wikipedia.org/wiki/Big_Three_\(credit_rating_agencies\)](http://en.wikipedia.org/wiki/Big_Three_(credit_rating_agencies))
- <http://it.reuters.com/> sezione “finanza e investimenti/società” search function → Moody’s Corp
- <http://www.moody.com/Pages/atc001.aspx>
- <http://www.investopedia.com/articles/bonds/09/history-credit-rating-agencies.asp>
- <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/moody>
- <http://www.standardandpoors.com/about-sp/timeline/en/us/>

- <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/standard-poops182.htm>
- <http://it.reuters.com/> sezione “*finanza e investimenti/ società*”
- http://www.ilsole24ore.com/art/notizie/2011-05-15/tutti-intrecci-azionisti-agenzie-081225_PRN.shtml
- <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2013-01-17/agenzie-restano-troppi-conflitti-064157.shtml?uuid=AbvBd9KH>
- http://it.wikipedia.org/wiki/State_Street
- <https://investor.vanguard.com/about/who-we-are>
- <http://www.ilfattoquotidiano.it/2013/01/31/blackrock-fondo-speculativo-usa-che-si-fa-largo-in-unicredit/485418/>
- <http://it.wikipedia.org/wiki/BlackRock>
- <http://www.megachip.info/tematiche/kill-pil/6491-padroni-delluniverso-e-sovranita-dei-popoli-il-caso-blackrock.html>
- <http://www.clarissa.it/editoriale301/Padroni-dell-universo-e-sovranita-dei-popoli-il-caso-BlackRock>
- http://finanza-mercati.ilsole24ore.com/azioni/analisi-e-news/tutte-le-news/news-radiocor/news-radiocor.php?PNAC=nRC_24.04.2013_10.26_14543918&refresh_ce
- G.Colonna, “*Padroni dell'universo e sovranità dei popoli: il caso BlackRock*” disponibile al sito:
http://www.clarissa.it/editoriale_int.php?id=301
- www.bnl.it portale crescita, sezione *corporate finance*.
- http://www.professioni-imprese24.ilsole24ore.com/professioni24/diritto/news/garante_newsletter.html#continue
- <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2012-01-15/hanno-agenzie-rating-cina-154821.shtml?uuid=Aase5NeE>
- http://en.wikipedia.org/wiki/Credit_Rating_Agency_Reform_Act
- http://en.wikipedia.org/wiki/Securities_Exchange_Act_of_1934
- <http://www.sec.gov/divisions/marketreg/ratingagency/sea34-15e.pdf>
- http://en.wikipedia.org/wiki/Cease_and_desist
- http://fcic-static.law.stanford.edu/cdn_media/fcic-reports/fcic_final_report_full.pdf
- sito istituzionale della Camera dei Deputati,
<http://leg16.camera.it>
- http://en.wikipedia.org/wiki/Committee_of_European_Securities_Regulators
- <http://www.esma.europa.eu/>

- <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2013-01-17/leuropa-vara-riforma-rating-064133.shtml?uuid=AbX1c9KH>
- : <http://www.economy2050.it/nuova-disciplina-europea-agenzie-di-rating/>
- <http://www.diritto-civile.it/Le-Obbligazioni/responsabilita-extracontrattuale.html>
- <http://www.sec.gov/about/laws/wallstreetreform-cpa.pdf>
- http://it.wikipedia.org/wiki/Veicolo_di_investimento_strutturato
- <http://www.thenational.ae/business/industry-insights/finance/adcb-ends-legal-battle-with-morgan-stanley-over-soured-investment>
- <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2009:302:0001:0001:IT:PDF>

