

LUISS



**Dipartimento
di Economia e Finanza**

Cattedra Diritto dei Mercati e degli Intermediari Finanziari

**Le agenzie di rating e la finanza sostenibile
L'impatto delle tematiche ESG sulle credit rating agencies**

RELATORE

Prof.ssa Mirella Pellegrini

CANDIDATO

Gian Marco Miscione

Matr. 706551

CORRELATORE

Prof. Gianluca Faella

ANNO ACCADEMICO 2020/2021

Indice

Introduzione.....	4
1. Origini e caratteristiche delle agenzie di rating.....	6
1.1 Cos'è il rating.....	7
1.1.1 Metodi di diffusione del rating.....	9
1.2 Storia delle agenzie di rating	11
1.2.1 Le big three	13
1.3 La funzione dei rating.....	15
1.3.1 L'informazione è il bene più importante	15
1.3.2 L'importanza di saper comunicare	17
1.3.3 I vantaggi dell'utilizzo dei rating per colmare le asimmetrie informative.....	17
1.4 Due diversi modelli: investor-pay model e issuer-pay model	20
1.4.1 Differenti tipologie di rating nell'ambito dello issuer-pay model.....	22
1.5 I doveri delle agenzie di rating.....	23
1.5.1 Il dovere di indipendenza.....	23
1.5.2 Il dovere di correttezza gestionale.....	23
1.5.3 Il dovere di trasparenza.....	24
1.5.4 Il dovere di professionalità	24
1.6 “Gatekeepers” e/o “reputational intermediaries”	25
1.6.1 Differenze tra agenzie di rating e società di revisione.....	27
1.7 Le agenzie di rating durante la crisi dei subprime e dei debiti sovrani	29
1.7.1 Il passaggio dal modello “originate to hold” al modello “originate to distribute”	29
1.7.1.1 Gli Special Purpose Vehicle.....	30
1.7.2 La crisi dei mutui subprime	31
1.7.3 La crisi dei debiti sovrani.....	33
2. Come viene calcolato il rating	35
2.1 Basilea II.....	36
2.1.1 Standard Approach	37
2.1.2 IRB (Internal Rating Based)	38
2.2 Rating esterni e rating interni.....	40
2.2.1 Rating esterno - Le fasi di determinazione del rating	41
2.2.1.1 Richiesta di rating (fase 1)	41
2.2.1.2 Formazione della commissione (fase 2).....	41
2.2.1.3 Emissione del rating provvisorio (fase 3)	42
2.2.1.4 Emissione del rating definitivo e monitoraggio (fase 4).....	43
2.2.2 Rating interno - Le fasi di determinazione del rating	43
2.3 Il rischio di credito	45
2.4 Financial risk e Business risk.....	46

2.5 Cosa le agenzie di rating intendono per default	48
2.5.1 Metodi di calcolo della probabilità di default	48
2.5.1.1 L'analisi discriminante lineare	48
2.5.1.2 I modelli di regressione lineare	50
2.6 Il processo di "validazione" del rating	52
2.6.1 La contingency table	52
2.6.2 La curva CAP.....	54
2.6.3 La curva ROC	55
3. Normativa e regolamentazione delle agenzie di rating.....	56
3.1 I primi interventi normativi	57
3.1.1 Gli sviluppi regolamentari negli USA.....	57
3.1.2 Gli sviluppi regolamentari in Europa	59
3.1.2.1 Il regolamento CE n. 1060/2009.....	60
3.1.2.1.1 Approfondimento: Obbligo di registrazione delle agenzie di rating	61
3.1.2.2 Il regolamento UE n. 513/2011	62
3.1.2.3 Il regolamento UE n. 462/2013	63
3.1.3 Approfondimento: I rating sovrani.....	66
3.2 Le principali autorità di vigilanza	69
3.3 La responsabilità delle agenzie di rating	71
3.3.1 Il rating è da considerarsi una mera opinione?.....	71
3.3.2 La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori	74
3.3.3 La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli emittenti	76
3.3.4 Come quantificare il danno?	78
4. L'evoluzione della c.d. finanza etica e lo sviluppo delle agenzie di rating ESG	81
4.1 Cos'è la finanza etica?.....	83
4.1.1 Approfondimento: Il Socially Responsible Investing.....	85
4.2 L'importanza del Corporate Social Responsibility	87
4.3 Il rapporto tra le agenzie di rating ed i temi ESG	88
4.3.1 Le agenzie di rating ESG	89
4.3.1.1 Approfondimento: Le principali agenzie di rating ESG	91
4.4 La normativa applicata alle tematiche ESG.....	92
4.4.1 L'EU Action Plan on Financing Sustainable Growth.....	92
4.4.2 Panoramica attuale sulla finanza sostenibile.....	96
Conclusion	98
Bibliografia	99
Sitografia	103
Riassunto	104

Introduzione

Le agenzie di rating sono una realtà affermata e centrale nel contesto finanziario attuale. Queste sono degli intermediari finanziari che operano al fine di ridurre le asimmetrie informative tra gli enti che emettono titoli (società private, società pubbliche e Stati) e gli investitori (istituzionali e retail). Il compito principale delle agenzie di rating è quello di elaborare dei giudizi sintetici sul merito creditizio degli enti emittenti titoli (azioni e obbligazioni). Per emettere i giudizi analizzano nel dettaglio le innumerevoli informazioni che gli emittenti mettono a disposizione e attuano modelli e metodi matematici per convertire le informazioni in probabilità di default. Il procedimento si conclude con l'emissione di un valore alfanumerico, estremamente semplice da comprendere anche per i meno esperti del settore, poiché tiene conto di una scala di valori che va, in ordine decrescente, dalla AAA (titolo estremamente sicuro) alla D (titolo in default).

Nel I capitolo l'elaborato intende ripercorrere brevemente la storia delle agenzie di rating, partendo da una definizione delle stesse e soffermandosi principalmente sulle tre sorelle (Standard & Poor's, Moody's e Fitch), le quali detengono, nonostante i vari tentativi messi in atto dal legislatore per incentivare la concorrenza, da quando è nato questo settore fino ai tempi odierni, la maggioranza delle quote di mercato. In particolare, viene compiuto un excursus sulla storia delle agenzie di rating con l'intento di capire quali siano state le cause che hanno portato alla nascita e allo sviluppo delle stesse. Successivamente, viene compiuta un'analisi approfondita dei ruoli e delle funzioni che svolgono le agenzie di rating nel contesto attuale. In ultimo viene effettuato un approfondimento sulla crisi dei mutui subprime e conseguente crisi dei debiti sovrani, dove le agenzie di rating hanno svolto un ruolo centrale. A cause delle due citate crisi, che hanno avuto tragiche ripercussioni sull'economia mondiale, numerosi interventi si sono susseguiti per evitare che tali eventi si potessero ripetere negli anni. Tra gli innumerevoli interventi che sono stati compiuti, molti hanno coinvolto le agenzie di rating sotto il punto di vista delle metodologie di calcolo adottate e delle responsabilità imputabili. A tal proposito l'elaborato dedica i successivi capitoli.

Nel II capitolo vengono studiate, da un punto di vista matematico-finanziario, le metodologie di calcolo adottate dalle agenzie al fine di emettere un rating. Per fare ciò è necessario partire da un'analisi dei principali interventi promossi da Basilea II (2007), il cui obiettivo principale fu quello di garantire la stabilità del sistema finanziario. In tal senso vennero introdotti due diversi modelli con riferimento al rischio di credito: Standard Approach e Internal Rating Based (IRB). Di seguito, dopo aver analizzato nel dettaglio il rischio di credito, vengono evidenziate le principali differenze tra il financial risk ed il business risk. Le due tipologie di rischio, infatti, devono essere entrambe tenute in considerazione ai fine dell'emissione del rating. In ultimo, vengono esposti i modelli di validazione del rating, ovvero i metodi adottati dalle stesse agenzie di rating e dalle autorità di vigilanza per verificare la veridicità del giudizio espresso.

Il III capitolo dell'elaborato è incentrato sulla normativa e sulle responsabilità riconducibili alle agenzie di rating. Inizialmente, vengono esposti i principali interventi normativi negli U.S.A. ed in Europa. In particolare, a livello europeo sono tre i principali interventi normativi che regolamentano l'operato delle agenzie di rating:

- Regolamento CE n.1060/2009
- Regolamento UE n.513/2011
- Regolamento UE n.462/2013

Viene successivamente compiuto un approfondimento sui rating sovrani. Infatti, mentre i rating emessi per le singole società/strumenti di debito hanno effetti unicamente sull'andamento della società in questione, i rating sovrani, se negativi, possono causare gravi ripercussioni su tutte le società operanti all'interno dei confini dello Stato in questione (c.d. "country ceiling effect"). Successivamente, definiti i ruoli e le competenze delle principali autorità di vigilanza dei mercati finanziari, l'elaborato intende affrontare il tema della responsabilità imputabile alle agenzie di rating. Spesso, in passato, le agenzie di rating sono state paragonate a dei quotidiani finanziari, infatti, il giudizio da queste espresso non comportava alcuna responsabilità. Muovendo dal presupposto che il rating è un giudizio prognostico, quindi valutabile solo in un momento futuro, di conseguenza incerto, le agenzie di rating, tramite l'emissione dei loro giudizi, influenzano notevolmente le scelte di allocazione del capitale degli investitori e per questo, i giudizi espressi devono comportare delle responsabilità. In merito alla questione si approfondiscono i temi della responsabilità delle agenzie di rating nei confronti di investitori ed emittenti. Infine, riconosciuta la responsabilità in capo alle agenzie di rating, si cerca di quantificare il danno che queste hanno causato alla parte lesa. Il dibattito in questione risulta essere il seguente: da un lato gli investitori e gli emittenti lamentano il risarcimento del danno dettato dall'investimento compiuto sulla base dei giudizi espressi dalle agenzie di rating, dall'altro, le agenzie di rating si difendono affermando la natura prognostica del loro giudizio.

Nell'ultimo capitolo dell'elaborato viene affrontato il tema degli investimenti sostenibili, con particolare riferimento agli ESG. I temi trattati sono di particolare attualità, infatti, non è possibile fornire delle definizioni specifiche e universalmente riconosciute al riguardo. In generale, l'impatto delle tematiche ambientali nel contesto finanziario è stato dirompente e ha portato moltissime società a rivedere i rispettivi piani per integrare i temi ESG. Di conseguenza, le agenzie di rating, che tradizionalmente emettevano i propri giudizi basati esclusivamente su dati e report finanziari, hanno dovuto aggiornarsi e considerare l'impatto ambientale come componente del rating. Nel corso del capitolo l'elaborato si propone di fornire una spiegazione puntuale sui temi ESG e cerca di fornire diversi spunti di riflessione sugli investimenti sostenibili. Dopo aver introdotto brevemente quali sono e che funzioni svolgono le principali agenzie di rating ESG, viene compiuto un approfondimento sull'EU Action Plan on Financing Sustainable Growth, ovvero una delle principali azioni politiche messe in atto dall'Unione Europea per favorire la diffusione degli investimenti sostenibili.

1. Origini e caratteristiche delle agenzie di rating

Il primo capitolo dell'elaborato cerca di fornire al lettore una visione generale delle agenzie di rating. Nessun argomento verrà trattato nello specifico, ma si cercherà unicamente di dare delle nozioni generali così da poter comprendere al meglio i successivi capitoli.

I primi paragrafi del capitolo sono incentrati sulla definizione generale di rating ed agenzie di rating. Successivamente, vengono brevemente riassunte le principali tappe storiche che hanno coinvolto le agenzie di rating, con particolare attenzione alle big three (Standard & Poor's, Moody's, Fitch). In seguito, l'elaborato si sofferma sull'informazione, in qualità di bene primario e fondamentale alla base del rating. Inoltre, con l'intento di fornire un quadro generale, vengono esposti quelli che dovrebbero essere i doveri principali in capo alle agenzie di rating, compiendo una precisazione sui termini che spesso vengono affiancati a quest'ultime, ovvero "gatekeepers" e "reputational intermediaries". Infine, l'attenzione si sposta sulle crisi finanziarie dei mutui subprime e dei debiti sovrani che hanno totalmente sconvolto il mondo finanziario, tanto che al termine delle rispettive crisi si sono susseguiti fondamentali eventi che hanno totalmente modificato l'assetto delle agenzie di rating.

1.1 Cos'è il rating

Per rating del credito si intende «*un parere relativo del merito creditizio di un'entità, di un'obbligazione di debito, o finanziaria, di titoli di debito, di azioni privilegiate o di altri strumenti finanziari ... emessi utilizzando un sistema di classificazione di categorie di rating stabilito e definito*»¹. Le agenzie di rating sono degli intermediari finanziari che si collocano tra gli enti che emettono titoli (aziende, Stati, società pubbliche/private) e gli investitori (privati/retail o istituzionali). Queste agenzie svolgono studi economico-patrimoniali-finanziari con l'intento di fornire al mercato un'opinione neutrale del merito creditizio di società emittenti o singoli strumenti di debito. In base alle stime che vengono proposte al pubblico, gli investitori si muoveranno di conseguenza. Il termine rating significa letteralmente “valutare, giudicare”.

La valutazione che viene fornita dalle agenzie attraverso l'assegnazione di un valore alfanumerico è di tipo quantitativo-qualitativo. Spesso i concetti di rating e scoring vengono associati, quando nella realtà risultano essere piuttosto differenti l'uno dall'altro. Il *rating* è un giudizio che tiene in considerazione, oltre alle variabili che possono essere conteggiate a livello matematico-statistico, anche aspetti qualitativi, come: qualità del management, settore di appartenenza della società e rapporto con i competitors. La valutazione² avviene attraverso il metodo comparativo, ovvero il rating assegnato ad una società non può esistere da solo, ma si avrà solo in relazione ad altri ratings. Dire che un'emissione obbligazionaria, in termini di rating, è sicura non ha alcun significato, o meglio è di difficile interpretazione; al contrario, dire che un'emissione obbligazionaria è più sicura di un'altra assume tutt'altro valore. Lo *score* è un punteggio che viene determinato attraverso metodi, modelli e software matematico-statistici, i quali tengono in considerazione unicamente aspetti quantitativi.

Al termine delle analisi quantitative-qualitative le agenzie di rating esprimono un giudizio sintetico facilmente comprensibile a tutti gli investitori. Infatti, le più note agenzie di rating (S&P, Moody's e Fitch) emettono la propria valutazione attraverso una scala di valori andando dalla classe più sicura AAA (basso rischio di credito) alla meno affidabile D (la società è in fallimento, alto rischio di credito). Una volta definita la scala di valori è possibile sapere quale titolo risulta più sicuro di altri. Come possiamo verificare dalla figura 1, i giudizi espressi dalle agenzie di rating sono riconducibili a due macro-classi:

- *Investment grade*. Titoli di qualità superiore alla soglia BBB- (S&P e Fitch) e Baa3 (Moody's), ritenuti altamente sicuri.
- *Speculative grade*. Titoli al di sotto della soglia BBB- (S&P e Fitch) e Baa3 (Moody's), considerati di qualità inferiore e quindi più rischiosi da un punto di vista di merito creditizio.

¹ Art.3, par.1, lett. a, del Regolamento (CE) n.1060/2009.

² La valutazione del rating verrà analizzata nel dettaglio, da un punto di vista matematico-finanziario, nel capitolo 2.

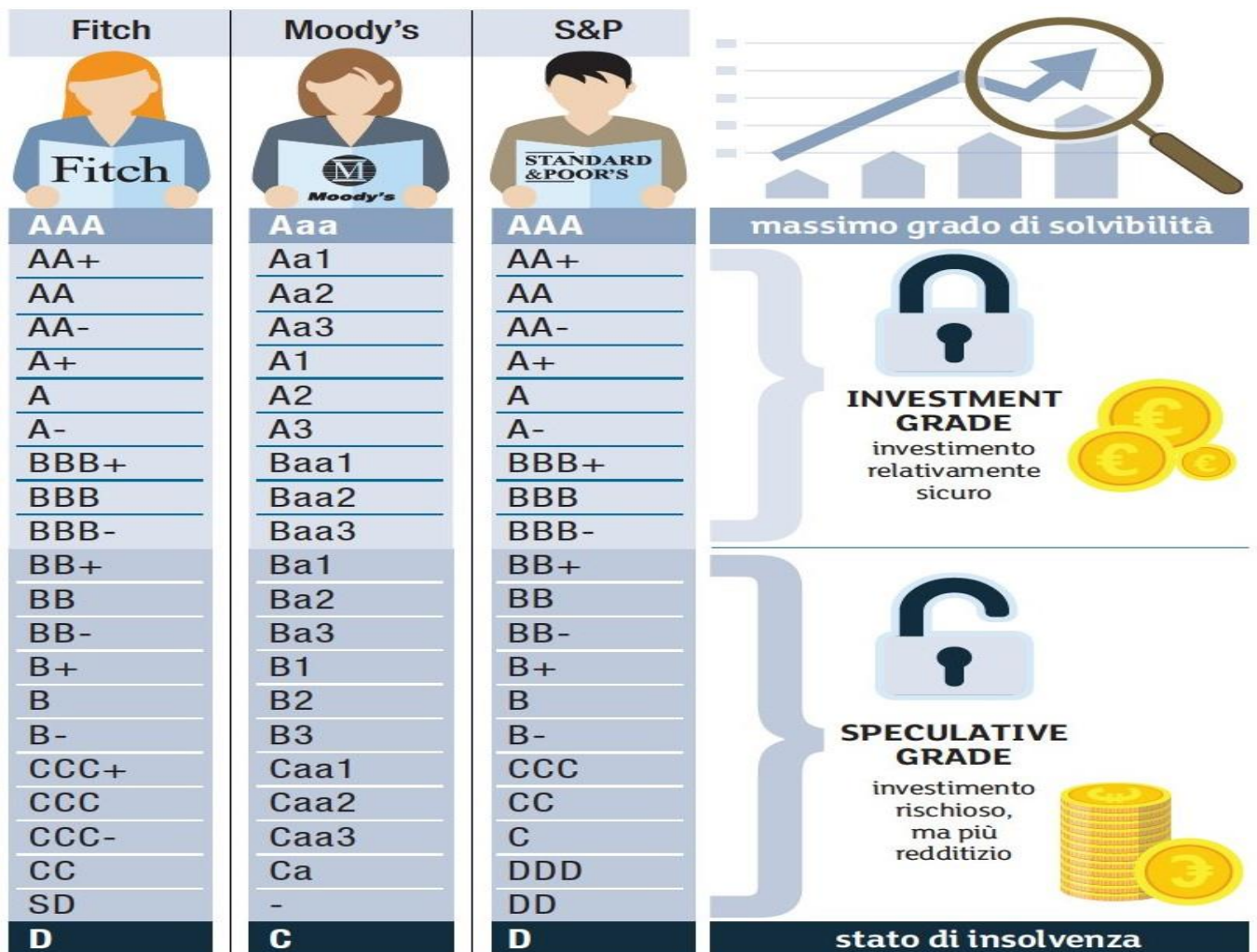


Figura 1: Scala di giudizio delle tre principali agenzie di rating

Fonte: Borsa Italiana

È ora necessario compiere una precisazione: la natura stessa delle agenzie di rating si fonda sulla fiducia che gli investitori ripongono in esse, quindi è obiettivo delle agenzie quello di esprimere un giudizio il più possibile realistico e corretto. La valutazione che viene espressa dalle agenzie potrà essere verificata solo in un momento futuro, infatti il rating è un giudizio “previsionale/prognostico”. Nel momento in cui viene espresso il giudizio, l’agenzia non ha alcuna certezza che si realizzi effettivamente in futuro. A conferma di quanto detto ci vengono in aiuto i numerosi modelli che validano il rating emesso, ovvero modelli che attestano con una determinata probabilità il fatto che il giudizio emesso sia corretto³. Quanto appena espresso fa emergere che il giudizio emanato dalle agenzie, vista la sua natura previsionale e visto che nessuno è in grado di prevedere il futuro, non deve essere dato per scontato, ma potrebbe essere soggetto ad errore.

Ogni agenzia di rating emette un giudizio alfanumerico associato al merito creditizio di una società emittente, senza però esprimere effettivamente la probabilità di default associata. Facciamo un esempio per cercare di capire meglio: compariamo, grazie all’utilizzo della figura 1, le prime due fasce di giudizio delle tre agenzie

³ Vedi paragrafo 2.6.

di rating. La prima considerazione che possiamo fare riguarda il fatto che la fascia AAA è più sicura in termini di merito creditizio rispetto alla fascia AA+ (S&P e Fitch); così come, la fascia Aaa è più sicura di quella Aa1 (Moody's). In entrambi i casi non otteniamo alcuna informazione di tipo quantitativo, nel senso che, non sappiamo la probabilità di default associata ad ogni fascia. Inoltre, non siamo in grado di sapere quanto la prima fascia sia più sicura rispetto alla seconda; sappiamo solamente che la prima fascia è più sicura della seconda. La seconda considerazione riguarda il fatto che i pareri espressi dalle agenzie di rating si riferiscono unicamente al merito creditizio. Esse non segnalano minimamente i pericoli connessi ad un investimento per quanto riguarda: rischio di tasso di interesse, rischio di mercato, rischio di cambio. La valutazione è determinata esclusivamente dal “*merito creditizio*” che viene poi classificato attraverso una scala di valori. Con merito creditizio si intende la capacità di un debitore di onorare le obbligazioni acquisite in maniera tempestiva ed integrale.

Fatta eccezione per gli short-term ratings, i giudizi emessi dalle agenzie di rating hanno un termine temporale di medio-lungo periodo. Può accadere, ed è noto con il nome di *rating outlooks*, la possibilità che i ratings emessi siano oggetto di revisione da parte delle stesse agenzie che possono modificarli a favore (upgrading), a causa (downgrading), di nuova informazione. «*Le agenzie hanno piena libertà nella definizione delle proprie metodologie di rating, essendo soggette esclusivamente a obblighi di disclosure e di aggiornamento delle metodologie adottate*»⁴. Inoltre, i metodi e i modelli di valutazione utilizzati dalle agenzie per esprimere il proprio giudizio, devono essere puntualmente resi pubblici, come dichiarato espressamente dal Regolamento CE n.1060/2009⁵.

1.1.1 Metodi di diffusione del rating

Terminato il processo di assegnazione del rating, questo verrà comunicato al mercato attraverso i principali canali di comunicazione finanziaria, quali: la stampa economica, i siti online delle agenzie di rating, i comunicati stampa. Un altro metodo comunemente diffuso tra gli investitori che intendono essere aggiornati sulla situazione economico-finanziaria di società emittenti è la “*subscription*”. Questo meccanismo è un semplice abbonamento che l'investitore sottoscrive con l'agenzia di rating, la quale gli consente l'accesso ad un'area riservata del sito internet dove è possibile ottenere numerose informazioni sulle società emittenti. Il

⁴ Come citato da A. SACCO GINEVRI, *Le società di rating nel regolamento CE n.1060/2009: profili organizzativi dell'attività*, in Nuove leggi civ. comm., 2010, 2, p. 293.

⁵ L'art.8 del Regolamento (CE) n.1060/2009 prevede che le agenzie di rating debbano comunicare al pubblico “*le metodologie, i modelli e le ipotesi principali utilizzati nelle sue attività di rating del credito*”;

Vedi paragrafo 3.1.2.1.

Regolamento (UE) n.462/2013 della European Rating Platform ⁶ (ERP), sostiene che i ratings pubblicati dalle agenzie devono essere pubblicati su una specifica piattaforma, appunto ERP, così da consentire il libero accesso al pubblico. Talvolta, si parla di “*rating privato*” quando la richiesta di rating avviene da un soggetto terzo, il quale richiede specificatamente la valutazione di una società emittente. In tal caso, il rating sul soggetto valutato viene comunicato esclusivamente a chi ne ha fatto esplicita richiesta.

⁶ La *European Rating Platform* (ERP) è una piattaforma online dove vengono pubblicati i rating emessi dalle principali agenzie di rating. Lo scopo è quello di fornire al pubblico dei giudizi sul merito creditizio di società emittenti. La piattaforma è controllata e gestita dalla European Securities and Markets Authorities (ESMA).

1.2 Storia delle agenzie di rating

Da un punto di vista storico, le agenzie di rating sono una realtà piuttosto recente, infatti la loro comparsa sul mercato avviene nel corso dei primi anni del Novecento. La nascita delle Credit Rating Agencies (CRAs ⁷) avviene prevalentemente negli U.S.A. dove nella prima metà del XIX secolo diversi Stati emalarono obbligazioni al fine di ottenere finanziamenti per progetti di infrastrutture quali: strade, ferrovie e ponti. Siamo negli anni che vengono ricordati dalla storia come: la “seconda rivoluzione industriale” ⁸. Le diverse innovazioni che furono introdotte e caratterizzarono quegli anni, necessitavano di un fabbisogno finanziario sempre maggiore a supporto del processo di industrializzazione. Fino a quegli anni gli investitori non sentivano il bisogno di possedere un rating sulle emissioni obbligazionarie, poiché la maggior parte di queste erano garantite dallo Stato ⁹. Al contrario, con la diffusione delle obbligazioni private, gli investitori iniziarono a dubitare sulla bontà delle emissioni obbligazionarie e cominciarono a chiedersi quanto queste fossero sicure in termini di solvibilità. Ci fu un crescente bisogno che qualcuno si specializzasse nel processo di raccolta ed elaborazione delle informazioni, facendone scaturire un giudizio relativo al merito creditizio, che fosse allo stesso tempo rappresentativo della realtà economico-finanziaria della società e di facile interpretazione per tutti coloro che non avevano una cultura finanziaria.

Nel corso degli anni, da un punto di vista economico-sociale, abbiamo assistito ad un processo di globalizzazione che si è intensificato sempre di più. Questo fenomeno ha portato l’inevitabile interazione tra attori mondiali situati ad enormi distanze. In questo scenario, le agenzie di rating hanno svolto, e svolgono, un ruolo fondamentale in qualità di intermediari che consentono a tutti gli investitori di avere accesso allo stesso contenuto informativo. Ad esempio, per un investitore europeo era piuttosto complicato, e sicuramente molto costoso, ottenere informazioni su una società americana; al contrario, un investitore americano aveva il vantaggio di seguire da vicino le vicende riguardanti le società statunitensi e quindi compiere un investimento maggiormente consapevole.

La prima Credit Reporting Agency fu la Mercantile Agency ¹⁰, la quale nacque nel 1841 da Lewis Tappan. La mission di questa agenzia era quella di ottenere più informazioni possibili riguardo l’affidabilità delle obbligazioni in circolo così da proporle agli investitori. In seguito a diverse trasformazioni la Mercantile

⁷ Cfr. Standard & Poor’s definizione presa da: www.standardandpoors.com/aboutcreditratings.

⁸ La “seconda rivoluzione industriale” è un periodo storico che va dal 1856 al 1878. In questi anni vi fu l’introduzione di innumerevoli innovazioni nei più vasti campi. A partire dalla comunicazione e al trasporto, passando per le fonti energetiche (petrolio ed elettricità), fino ad arrivare alla medicina. Per sostenere l’innovazione, le diverse società necessitavano di finanziamenti, da qui il legame con le agenzie di rating.

⁹ Questo tipo di obbligazioni sono definite, in gergo finanziario, “sovrane”.

¹⁰ Nel 1933 la Mercantile Agency attraverso trasformazioni e fusioni diventò la Dun & Company Bradstreet, fondata proprio da Bradstreet. Questa a sua volta nel 1962 venne acquistata da Moody’s.

Agency nel 1962 venne acquistata dalla più nota Moody's¹¹. L'intuizione di Moody, ovvero fornire al pubblico informazioni continuamente aggiornate sui mercati finanziari, riscosse enorme successo, tant'è che il Moody's Analysis of Railroad Investments¹² suscitò enorme interesse tra il pubblico degli investitori. Successivamente e precisamente nel 1916 venne alla luce la Poor's Publishing Company, nel 1922 la Standard Statistics Company¹³ e nel 1924 la Fitch Publishing Company.

Fino agli inizi degli anni '30, i ratings emessi da queste agenzie non avevano alcun valore legale, infatti rappresentavano unicamente una semplice guida per l'investitore. A seguito del crollo di Wall Street¹⁴, i ratings iniziarono ad avere valore regolamentare e assunsero un ruolo importante ai fini della vigilanza prudenziale¹⁵ nel settore bancario. A testimoniare quanto detto, ricordiamo che nel 1931 l'Office of the Controller of the Currency (OCC) impose alle banche americane un limite all'acquisto di obbligazioni che non avessero ottenuto un rating, da due diverse agenzie, di livello investment grade¹⁶.

Prima ancora che si diffondessero definitivamente le agenzie di rating, la divulgazione dell'informazione finanziaria avveniva attraverso due canali: le *banche d'investimento* e la *stampa finanziaria*¹⁷. Entrambe le categorie si concentrarono principalmente sulla pubblicazione di dati e statistiche riguardanti i mercati finanziari.

¹¹ Cfr. F. PARTNOY, *The Siskel and Ebert of financial market: two thumbs down for the credit rating agencies*, in "Washington University Law Quarterly", pp.619-712, Vol.77, n.3, 1999, p.636.

¹² Il *Moody's Analysis of Railroad Investments* era un manuale pubblicato dall'agenzia Moody's, che poneva particolare cura alla trattazione delle potenzialità e dei rischi del settore ferroviario americano, in rapida ascesa.

¹³ Queste due CRA's, la Poor's Publishing Company e la Standard Statistics Company, si fusero nel 1941, diventando Standard e Poor's (S&P).

¹⁴ Ci riferiamo alla crisi che colpì l'economia mondiale a partire dalla fine degli anni '20. Questa crisi è nota anche come "crollo di Wall Street" proprio perché l'inizio della crisi si manifestò in contemporanea con il tracollo dei titoli su Wall Street.

¹⁵ Cfr. M. PELLEGRINI, *Da un riscontro di regolarità alla "supervisione". La svolta disciplinare degli intermediari finanziari non bancari*, in Banca borsa tit. cred., pp.593 e ss., 2009.

¹⁶ Cfr. G. PRESTI, *Take the «AAA» train: note introduttive sul rating*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2012, p.255 e ss. In particolare, «nel 1931 l'Office of the Controller of the Currency (OCC) impose alle banche di valutare ai prezzi correnti di mercato "any bonds in their portfolios that were below "investment grade"; il medesimo Ufficio nel 1936 stabilì una misura ancor più draconiana, consistente nel divieto di "hold bonds in their portfolios that were below investment grade"».

¹⁷ Un ruolo fondamentale a riguardo fu svolto dalla rivista "*The American Railroad Journal*". Un'altra rivista molto nota dell'epoca in materia finanziaria fu la "*Poor's Manual of the Railroad of the United States*", redatta da Henry Poor e suo figlio.

1.2.1 Le big three

Attualmente le agenzie di rating presenti nel panorama mondiale sono innumerevoli, molte delle quali sono nate sotto la forte spinta delle istituzioni governative. La maggior parte delle agenzie ad oggi attive sul mercato si concentra su particolari settori, infatti l'UE sta valutando l'ipotesi di creare una rete di agenzie di rating minori (small and medium sized CRA's ¹⁸), le quali sono apprezzate principalmente dalle PMI e stimolano il mercato ad una maggiore concorrenza. Al contrario, le "big three" ¹⁹, che ora andremo ad analizzare nel dettaglio, operano completamente su scala mondiale e detengono circa il 93% del mercato ²⁰.

- **Moody's**

La Moody's corporation venne fondata nel 1909 da John Moody ed è la più antica agenzia di rating. Recentemente, Moody's ha introdotto un sistema di valutazione per le banche, noto con il nome di Bank Financial Strength Rating (BFSR) che valuta la sicurezza e l'affidabilità delle banche. La sua quota di mercato è di circa il 46%.

- **Standard & Poor's**

S&P Corporation vide la luce nel 1941 dalla fusione di Standard Statistics con Henry Varnum Poor, editore della "History of the Railroads and Canals of the United States". Ogni anno emette circa 870'000 valutazioni, che equivalgono ad un debito di 35'000 miliardi di dollari. La sua quota di mercato è del 31%.

- **Fitch Ratings**

Fitch Ratings venne fondata nel 1913 in terra francese, ma attualmente è interamente controllata da Hearst (un gruppo di mass media statunitense). Accade spesso che Fitch venga consultata come ago della bilancia, quando le altre due agenzie (S&P e Moody's), detentrici le quote maggiori di mercato, hanno valutazioni diverse. La sua quota di mercato è circa il 16%

¹⁸ Cfr. art. 39 ter, par. 3 del Regolamento CE n. 1060/2009 e ss.mm.: «La Commissione presenta al Parlamento europeo e al Consiglio, entro il 31 dicembre 2013, una relazione in merito alla fattibilità di una rete di agenzie di rating del credito minori al fine di migliorare la concorrenza sul mercato. Tale relazione valuta forme di assistenza finanziaria e non finanziaria per la creazione di detta rete, tenendo conto dei potenziali conflitti di interesse derivanti da un finanziamento pubblico di questo tipo. Alla luce delle conclusioni di tale relazione e seguendo il parere tecnico dell'AESFEM, la Commissione può riesaminare e suggerire proposte di modifica dell'articolo 8 quater»;

L'ESMA ha emesso un proprio parere in data 21 novembre 2013 (ESMA, *Technical Advice on the feasibility of a network of small and medium-sized CRAs*, 21 November 2013, disponibile all'indirizzo: www.esma.europa.eu/system/files/2013), che fornisce informazioni quantitative e qualitative sul segmento delle piccole e medie agenzie di rating registrate nell'Unione europea.

¹⁹ Termine che sta ad indicare i tre colossi delle agenzie di rating: Moody's, Standard & Poor's, Fitch.

²⁰ I dati presenti nell'intero paragrafo 1.1.2 sono relativi al 2018 e sono stati presi da: ilsole24ore.com.



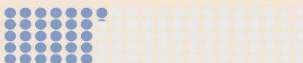



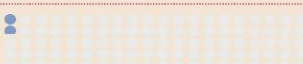

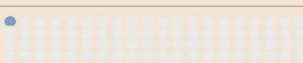

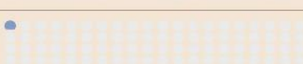

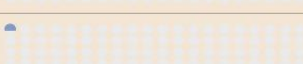

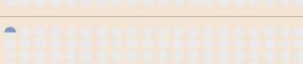

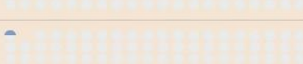



Società di rating	Quota di mercato	Anno su anno	Sotto il 10%
S&P Global Ratings	 46,26		—
Moody's Investors Service	 31,27		—
Fitch Ratings	 15,65		—
DBRS Ratings	 1,87		Sì
CERVED Rating Agency	 0,97		Sì
AM Best Europe Rating Services	 0,90		Sì
The Economist Intelligence Unit	 0,69		Sì
Credit Reform Rating	 0,53		Sì
Scope Ratings	 0,46		Sì
GBB - Rating	 0,35		Sì

Figura 2: Quote di mercato delle principali agenzie di rating

Fonte: Il sole 24 ore

Un ultimo aspetto da analizzare concerne la distinzione tra rating a breve e a lungo periodo. Quando parliamo di rating a breve periodo ci riferiamo ad un arco temporale inferiore o uguale all'anno, mentre quello di lungo periodo riguarda orizzonti temporali superiori all'anno. Solitamente, ad un rating "negativo" di breve periodo è associato un basso rating di lungo periodo; ma non necessariamente è vero il contrario, poiché può accadere che una società con grande solvibilità nel breve può affrontare periodi di crisi nel lungo periodo, il che comporterebbe un declassamento del rating.

1.3 La funzione dei rating

Come visto nel paragrafo precedente, i ratings iniziarono a diffondersi agli inizi del '900 e con il passare degli anni, sia negli U.S.A. che in Europa, hanno assunto sempre più un ruolo “regolamentare/certificativo”²¹, cioè un parametro che gli intermediari bancari devono tenere in considerazione nella valutazione dei requisiti patrimoniali obbligatori e per quanto riguarda l'adeguatezza del patrimonio di vigilanza. Infatti, le agenzie di rating non sono più semplici operatori che svolgono un'attività meramente informativa, ma hanno un notevole potere in qualità di “gatekeepers”²² del mercato. La loro funzione fondamentale è quella di essere “intermediari reputazionali” che comunicano al mercato la qualità dei prodotti finanziari, così facendo rendono il mercato più accessibile agli investitori. Quest'ultimi grazie ai giudizi emessi dalle agenzie possono compiere scelte di investimento maggiormente mirate e consapevoli. La principale fonte che le agenzie di rating utilizzano per elaborare il proprio giudizio è *l'informazione*. Questa componente sarà analizzata nel dettaglio nel paragrafo successivo.

1.3.1 L'informazione è il bene più importante

Un punto di partenza quando si parla di informazione²³ in un contesto finanziario è quello della teoria della Efficient Market Hypothesis²⁴ (EMH, anche conosciuta come “Teoria dei mercati efficienti”). Questa teoria poggia sul presupposto che i prezzi attuali dei titoli quotati in borsa riflettono correttamente tutta l'informazione disponibile sul mercato. Di conseguenza, possiamo dedurre che una possibile variazione futura del prezzo di un titolo è rintracciabile nell'immissione sul mercato di nuova informazione. Uno dei compiti principali del regolatore è quello di garantire una corretta formazione del prezzo dei prodotti finanziari e assicurare che vi siano obblighi di informazione al mercato, si pensi ad esempio all'art.17 del Regolamento UE n.596/2014, il quale prevede l'obbligo di tempestiva pubblicazione delle informazioni privilegiate.

«In un mercato nel quale i prodotti in vendita non si pesano, non si toccano, non si assaggiano, non si apprezzano con lo sguardo, ma il cui valore è in larga misura dipendente da vicende e prospettive sottostanti, è chiaro che solo chi è correttamente informato è in condizione di perseguire e tutelare razionalmente i propri

²¹ Cfr. S. CHOI, *Market Lessons for Gatekeepers*, Northwestern University, School of law, 1998.

²² Cfr. A. PERRONE, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, Milano, Giuffrè, 2003.

²³ Sulle varie definizioni che sono state date del termine “informazione” si veda anche H. P. MANSEL, *L'immaterialità e l'ubiquità dell'informazione ed il loro ruolo nella disciplina della responsabilità per informazione; Elementi di un ordinamento dell'informazione*, in Studi in onore di Pietro Rescigno, Responsabilità civile e tutela dei diritti, Giuffrè, Milano, 1998, p.302 e ss.

²⁴ Il promotore della sopramenzionata teoria fu E. Fama, noto economista statunitense che nel 2013 vinse il premio Nobel per l'economia. Tra i suoi lavori di maggior rilievo spicca “*The Behaviour of Stock Market Prices*”, in cui viene concluso che la variazione di prezzo delle azioni sono casuali e seguono un cammino casuale, il c.d. random walks. Inoltre, Fama è noto anche per essere stato l'autore dell'ipotesi del mercato efficiente;

Cfr. E. FAMA, *Efficient capital markets: A review of theory and empirical work*, in The journal of Finance, 1970.

*interessi»*²⁵. Questa citazione a mio avviso apre le porte ad uno spunto di riflessione: i prodotti finanziari sono beni, di natura giuridica, difficilmente “pesabili” poiché dipendono dal sottostante, il cui valore è per natura incerto. Maggiore è l’informazione che si possiede più alta è la probabilità che si possa assegnare un valore economico al singolo prodotto finanziario quanto più realistico e veritiero. Possiamo riassumere che l’informazione è il mezzo attraverso cui si sopperisce alla totale immaterialità di una ricchezza che fisicamente è assente. Valutare correttamente un prodotto finanziario è un processo estremamente complesso già per un investitore esperto, tanto più per gli investitori naive²⁶. Uno degli obiettivi fondamentali che il legislatore si pone riguarda la *trasparenza* del mercato, poiché questa potrebbe portare a compimento sia l’efficienza informativa che quella allocativa. Un mercato altamente trasparente potrebbe innescare un procedimento di questo tipo:

1. L’investitore possiede tutta l’informazione di cui ha bisogno per allocare al meglio i propri risparmi.
2. L’investitore compie un’operazione di investimento in modo razionale e consapevole.
3. Il mercato diventa estremamente competitivo.
4. Si raggiunge l’efficienza allocativa.

Possiamo, quindi, concludere che cercare di ridurre al minimo le asimmetrie informative è importante non solo per il singolo investitore, che chiaramente ne trae beneficio, ma anche per il mercato in generale.

La salvaguardia della fiducia nel sistema finanziario è uno dei principali obiettivi preposto dal regolatore, come anche espresso dall’art.5 del TUF²⁷. Atti scorretti per quanto riguarda la mancata comunicazione di informazioni finanziarie rilevanti porta i risparmiatori a compiere scelte di investimento totalmente sbagliate, il che comporta la perdita di capitali. Il ripetersi di simili eventi può intaccare fortemente la fiducia che gli investitori ripongono nel mercato finanziario, perciò è necessario che il regolatore adotti misure e regole di condotta atte a scongiurare che questo avvenga. Infatti, in tutti gli ordinamenti è possibile riscontrare una disciplina che regoli l’informazione e che sanzioni sia la falsa che la omessa informazione²⁸.

²⁵ Come citato da R. RODORF, *Importanza e limiti dell’informazione nei mercati finanziari*, in “Giurisprudenza Commerciale”, n.6/2002, pp.773.

²⁶ Per *investitore “naive”* si intende un qualsiasi investitore che non possiede particolari conoscenze tecniche e non ha esperienza nel settore finanziario.

²⁷ Art.5, comma 1, TUF, “*La vigilanza sulle attività disciplinate dalla presente parte ha per obiettivi: la salvaguardia della fiducia nel sistema finanziario; la tutela degli investitori; la stabilità e il buon funzionamento del sistema finanziario; la competitività del sistema finanziario; l’osservanza delle disposizioni in materia finanziaria*”.

²⁸ Cfr. A. PERRONE, *Informazione al mercato e tutela dell’investitore*, Milano, Giuffrè, pp.3-4, 2003.

1.3.2 L'importanza di saper comunicare

Nel paragrafo precedente siamo giunti alla conclusione che, nell'ambito dei mercati finanziari, avere un contenuto informativo ampio e corretto è di fondamentale importanza. Per dire meglio, l'informazione è il punto di partenza imprescindibile alla base delle agenzie di rating, che la utilizzano per compiere delle previsioni sull'andamento dei mercati. Comunque sia, avere accesso ad un ampio bacino di informazioni non assicura il buon operato da parte delle agenzie di rating. È necessario che queste pongano enorme attenzione sulle modalità di divulgazione dell'informazione. Avere un'informazione esatta ma comunicarla al mercato nel modo sbagliato, può confondere gli investitori, inducendoli a compiere scelte di investimento a danno dei loro interessi.

Ciò che distingue le *informazioni semplici* da quelle *complesse* sono le competenze che l'informatore e l'informato devono avere per comprendere di quanto si stia discutendo. Le informazioni che circolano nei contesti finanziari sono piuttosto complesse da interpretare, perciò il legislatore compie una distinzione tra investitori professionali ed investitori retail, da cui derivano responsabilità e risarcimento danni diversi a seconda della categoria in cui si viene collocati ²⁹. Le informazioni che vengono lavorate dalle agenzie di rating necessitano di un elevato livello di educazione finanziaria per essere comprese. Ciò che fanno le agenzie è raccogliere un ingente quantitativo di dati, elaborarli attraverso tecniche, modelli e software matematici estremamente complessi ed emettere un giudizio sintetico di semplice comprensione per chiunque. Facciamo un esempio per rendere meglio il concetto: ipotizziamo di avere un investitore retail che ha un capitale da impiegare. L'investitore, seppure avesse accesso ai contenuti informativi, ovvero la documentazione dell'emittente (bilanci, dati contabili e studi del settore di appartenenza), probabilmente farebbe una scelta di investimento inconsapevole, poiché non ha le competenze per comprendere le informazioni che gli sono state fornite.

1.3.3 I vantaggi dell'utilizzo dei rating per colmare le asimmetrie informative

In moltissimi libri di finanza, ma generalmente anche nei libri di economia, viene trattato l'argomento dell'efficienza dei mercati ³⁰. Il concetto di mercati finanziari efficienti è estremamente utilizzato dalla letteratura a livello teorico, ma riscontra un forte limite dal punto di vista pratico. Infatti, nei mercati, sia per i prodotti finanziari che vengono scambiati sia per i soggetti che lo compongono, si riscontrano forti asimmetrie informative. Le informazioni non vengono scambiate in maniera omogenea e questo crea il presupposto per comportamenti opportunistici ed inefficienti.

²⁹ Vedi paragrafo 3.3.

³⁰ Tre sono le ipotesi di efficienza dei mercati: *efficienza forte* (i prezzi di mercato riflettono tutta l'informazione disponibile, pubblica e privata); *efficienza semi-forte* (oltre a riflettere le informazioni dei prezzi passati, i mercati riflettono tutte le informazioni pubbliche); *efficienza debole* (i prezzi attuali di mercato incorporano tutte le informazioni che riguardano i prezzi passati).

Analizziamo nel dettaglio l'esempio utilizzato da Stiglitz e Weiss³¹ (1981) per comprendere meglio i vantaggi che il rating apporta ai mercati finanziari attraverso l'attenuazione delle asimmetrie informative. Questi due autori raggruppano le imprese che richiedono un prestito in due categorie: A = buon debitore; B = cattivo debitore. Il ricavo atteso che ottiene l'investitore nel prestare denaro alle imprese richiedenti è funzione del tasso di interesse applicato. Il tasso di interesse inciderà maggiormente per l'impresa B, poiché il rischio che il credito concesso non venga risarcito è più alto; al contrario, sarà minore per l'impresa A, dove la probabilità che il debito non venga ripagato è inferiore.

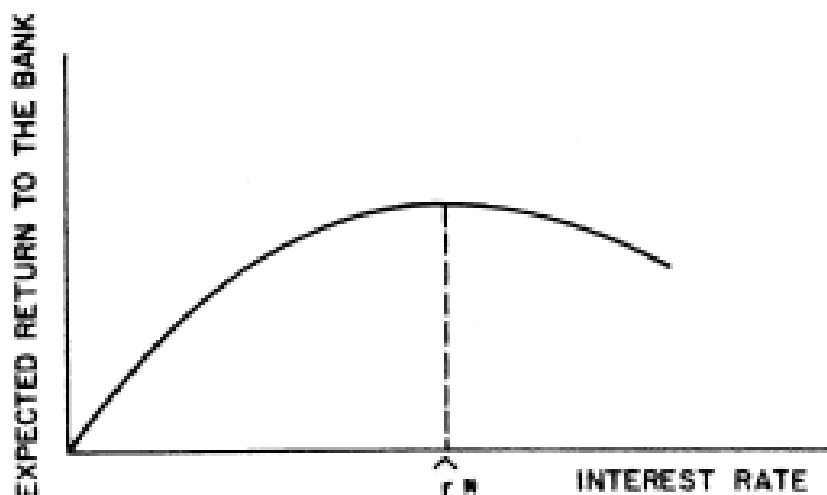


Figura 3: Relazione tra tasso di interesse e rendimento atteso

Fonte: J. E. STIGLITZ e A. WEISS, *Credit Rationing in Markets with Imperfect Information*, The American Economic Review, 1981

Grazie all'utilizzo del grafico è possibile commentare meglio quanto accade. Sull'asse delle ascisse abbiamo r^* , ovvero il tasso di interesse che viene applicato ai crediti concessi. Sull'asse delle ordinate abbiamo $E(r)$, che indica il ricavo atteso che i prestatori di fondi si aspettano di ricevere. All'aumentare del tasso r^* le imprese A (buoni debitori) saranno disincentivate a richiedere il prestito, poiché si vedono applicate un tasso di interesse eccessivamente oneroso. Così facendo, resteranno sul mercato solamente le imprese B (cattivi debitori), le quali non essendo tempestive nel pagamento degli interessi causeranno una caduta dei ricavi attesi dei prestatori di fondi. Questa situazione è riconducibile al processo di *adverse selection*³². Dall'analisi appena

³¹ J. Stiglitz è un noto economista statunitense che nel 2001 vinse il Nobel per l'economia, grazie al lavoro svolto sulle asimmetrie informative insieme ad G. Akerlof e M. Spence.

³² L'*adverse selection* è un fenomeno economico di distorsione dell'equilibrio del mercato causato da asimmetrie informative. Le conseguenze riguardano una scorretta allocazione delle risorse e quindi un cattivo funzionamento del mercato. All'atto della stipula di un contratto le parti non hanno una distribuzione omogenea delle informazioni. In particolare, è il venditore, di solito, ad essere avvantaggiato in quanto il compratore non è in grado di osservare compiutamente la qualità dei beni offerti. Riassumendo, questo fenomeno, può essere definito come "opportunismo pre-contrattuale".

svolta emerge che, al di sopra di un certo limite, l'innalzamento del tasso di interesse richiesto dai creditori può essere controproducente.

- Se $r < r^*$, al crescere del tasso di interesse aumenterà anche $E(r)$.
- Se $r > r^*$, al crescere del tasso di interesse non corrisponde un aumento di $E(r)$, poiché i soggetti che saranno disposti ad accettare il credito sono per lo più debitori che hanno un'elevata probabilità di default.
- Se $r = r^*$, il tasso $E(r)$ è massimo.

1.4 Due diversi modelli: investor-pay model e issuer-pay model

Il modello originariamente adottato dalle agenzie di rating fu quello dell'investor-pay, il quale prevede che siano gli investitori a pagare l'agenzia per avere accesso a contenuti informativi riguardanti società emittenti. Lo scopo di questo modello è rintracciabile nella riduzione dei costi informativi. Infatti, il processo di ricerca, analisi ed elaborazione delle informazioni rilevanti sulle società emittenti, può essere, per gli investitori, estremamente dispendioso, sia in termini di tempo che di costi. Soprattutto agli albori delle agenzie di rating, solo pochissimi esperti del settore detenevano una considerevole conoscenza del mercato finanziario, proprio per questo motivo la maggior parte degli investitori preferiva fare ricorso alle informazioni che venivano vendute dalle agenzie specializzate piuttosto che compiere un'analisi individuale.

Il sistema delle agenzie di rating si fonda sulla fiducia che gli investitori ripongono in esse. Più il rating assegnato si riflette effettivamente sulla realtà, maggiore sarà la fiducia che l'investitore ripone nell'agenzia. Innescando tale processo, l'agenzia otterrà sempre più credibilità da parte degli investitori e di conseguenza la sua quota di mercato aumenterà, facendo crescere i profitti. Attenzione, lo stesso procedimento può avvenire al contrario: l'emissione di ratings sbagliati nel corso del tempo innesca un meccanismo di mancanza di fiducia da parte degli investitori nell'agenzia; gli investitori inizieranno ad acquistare i giudizi da altre agenzie; la quota di mercato dell'agenzia diminuirà bruscamente e con essa i profitti. È così che la parola “*reputazione*” assume un ruolo di fondamentale importanza quando si parla di rating. Questo termine è il punto di contatto tra gli investitori, i quali sono alla ricerca di informazioni su società emittenti, e le agenzie di rating, le quali sono spronate ad emettere ratings il più possibile corretti per ottenere una quota di mercato più ampia e quindi maggior guadagni. Il processo appena analizzato sulle agenzie di rating, in realtà, avviene per la maggior parte dei beni in commercio. Il valore di un determinato bene (valore della richiesta di emissione di un rating) aumenta al crescere della sua qualità (qualità del rating emesso). Ciò che differenzia il rating da un qualsiasi altro bene è la difficoltà di verificarne effettivamente la qualità. Per un qualsiasi bene materiale è abbastanza semplice determinare la sua qualità. Al contrario, il rating essendo un bene immateriale e soprattutto una previsione futura, è particolarmente difficile da valutare. Solo col passare del tempo è possibile determinare con certezza la qualità del giudizio emesso ³³.

Nel corso degli anni la situazione è cambiata radicalmente, infatti si è passati dal modello investor-pay al modello issuer-pay. Una delle possibili motivazioni che ha causato questo passaggio è rintracciabile nel fenomeno del free riding ³⁴. Nel più recente modello, non sono più gli investitori a pagare per ottenere

³³ Cfr. S. ROSSEAU, *Regulating Credit Rating Agencies after the financial crisis: the long and winding road toward accountability*, in Capital Markets Institute Research Paper, 2009, p.43, in cui appunto si sostiene che: “*Reputation is a noisy indicator. Investors are only privy to rating agencies' efforts indirectly thought the default are of the debt-instruments that are rated (...)*”.

³⁴ Il *free riding* è un fenomeno associabile al “parassitismo”. Gli individui mettono in atto delle strategie volte a conseguire un vantaggio, risparmiando sul proprio contributo alla produzione del bene, e cercando di avvantaggiarsi dell'apporto fornito dagli altri membri.

informazioni, ma sono le società stesse che pagano per ricevere un rating ed attirare investitori. Un tale modello fa sì che ogni società emittente debba pagare le agenzie per avere un rating. Le agenzie, quindi, vengono remunerate dalle società emittenti e non più dagli investitori. Appare evidente, così come è stata presentata la situazione, il delinearsi di un forte conflitto di interessi. Le agenzie di rating sono incentivate ad emettere giudizi eccessivamente generosi cercando di ottenere una quota di mercato maggiore. A scongiurare il rischio di conflitto di interessi, a cui è esposta l'agenzia di rating, è la fiducia degli investitori. Se più volte accade che i ratings emessi dalle agenzie non rispecchiano la realtà, comportando perdite di capitali, gli investitori non si fideranno più dei giudizi e l'intero sistema sarebbe altamente compromesso. In tale scenario la regolamentazione svolge un ruolo chiave nel disciplinare i ratings, cercando di salvaguardare il più possibile la fiducia degli investitori. Cerchiamo di analizzare più nel dettaglio la logica alla base di questo nuovo modello. Una qualsiasi società che necessita di un finanziamento, tra le varie alternative, può decidere di emettere obbligazioni. La società emittente può richiedere alle agenzie specializzate che gli venga assegnato un rating ³⁵, così facendo un eventuale investitore, attraverso proprie valutazioni ³⁶ e disponibilità economiche, può decidere di investire parte del proprio risparmio nell'obbligazione emessa. Chiaramente più il rating assegnato è alto (AAA), più basso è il tasso di interesse che l'investitore riceverà, questo perché il rischio di credito che deve sopportare è minimo; viceversa, più il rating è basso (CCC), maggiore è il tasso di interesse corrisposto all'investitore, a fronte di un maggior rischio di credito sopportato. In tale contesto le agenzie di rating, visto il modello issuer-pay, si trovano sottoposte ad una duplice pressione: se da un lato cercassero di massimizzare l'interesse delle società emittenti ³⁷, attribuendo a queste rating over-valued ³⁸, comprometterebbero l'obiettività del loro giudizio e quindi andrebbero ad intaccare la fiducia che gli investitori ripongono nell'agenzia; al contrario, se le agenzie agissero favorendo gli interessi degli investitori, emettendo, quindi, rating il più possibile obiettivi, notificherebbero un calo della domanda, perché le società emittenti preferirebbero una concorrente che emette giudizi più generosi ³⁹. Possiamo concludere che con l'utilizzo dello issuer-pay model le agenzie non si trovano più in una posizione equidistante tra investitori e società emittenti, ma sono fortemente sbilanciate sul lato degli ultimi.

³⁵ Le società emittenti non sono obbligate a richiedere il rating, sono libere di decidere se farlo o meno. Allo stesso tempo le agenzie di rating, nel caso di "unsolicited ratings" possono emettere liberamente un giudizio su una società emittente senza che questo sia effettivamente richiesto. Per approfondire si veda 1.4.1.

³⁶ Le valutazioni che l'investitore fa quando decide di investire una somma di denaro sono fortemente influenzate dal grado di propensione al rischio.

³⁷ Il "rating shopping" è il fenomeno in base al quale le società quotate, o in procinto di, ricercano tra le agenzie di rating quella che gli assicura il rating più alto al prezzo più vantaggioso.

³⁸ Fenomeno noto con il nome di "rating catering", in cui appunto le agenzie di rating tendono a gonfiare i rating emessi, non supportati effettivamente dalle informazioni, per cercare di accaparrarsi una fetta maggiore di mercato.

³⁹ Cfr. L. DI DONNA, *Danni da rating e rimedi degli investitori*, in A. PRINCIPE (a cura di), *Le agenzie di rating*, "Quaderni di Giurisprudenza Commerciale", 2014.

1.4.1 Differenti tipologie di rating nell'ambito dello issuer-pay model

Attualmente il modello utilizzato dalle agenzie di rating è l'issuer-pay. All'interno di questo modello rientrano delle tipologie di rating che ora andremo ad analizzare nel dettaglio.

I “*solicited ratings*”, letteralmente “ratings sollecitati”, vengono emessi dalle agenzie sotto pubblica richiesta delle società emittenti. Situazione diametralmente opposta, è quella degli “*unsolicited ratings*”, ovvero “rating non sollecitati”, cioè ratings che sono pubblicati direttamente dalle agenzie senza che queste siano sollecitate dalle società emittenti. Gli “*unsolicited ratings*” sono stati oggetto di numerose critiche, perché si è ipotizzato che potessero portare a delle azioni di ricatto da parte delle agenzie. Se queste decidessero di emettere liberamente un giudizio su una società emittente e il rating assegnato dovesse essere particolarmente basso, l'emittente sarà fortemente sollecitato a chiederne una revisione così da ottenerne un miglioramento. Un'azione di questo tipo, come già emerso in precedenza, porta la società a pagare una commissione all'agenzia. Per questo motivo potrebbero verificarsi effetti ricattatori. Una delle differenze sostanziali tra le due tipologie di rating risiede nel contenuto informativo a cui le agenzie possono accedere. Nel caso di “*solicited ratings*” le agenzie hanno accesso ad informazioni private. Diversamente, nel caso degli “*unsolicited ratings*” le informazioni sono unicamente pubbliche e questo porta generalmente alla formulazione di ratings inferiori, perché le informazioni a disposizione sono piuttosto limitate ⁴⁰. Per far risaltare la differenza informativa che c'è tra le due tipologie di rating, possiamo individuare i ripetuti incontri tra la commissione incaricata dall'agenzia di rating e il management della società valutata; questi si verificano unicamente nel caso di *solicited ratings*.

⁴⁰ Cfr. E. MONTI, *Le asimmetrie Informative e l'attività di rating: una proposta per l'Italia*, in *Bancaria*, 1995, 46 ss.

1.5 I doveri delle agenzie di rating

1.5.1 Il dovere di indipendenza

Tra i principali problemi che sono emersi dopo la crisi dei mutui subprime rientra il forte conflitto d'interessi tra agenzie di rating e società emittenti ⁴¹. Le due parti hanno instaurato un forte legame, favorite anche dal passaggio del modello di rating dallo investor-pay allo issuer-pay. Per tali ragioni, l'indipendenza in capo alle agenzie di rating è diventata un obiettivo primario da raggiungere. Il legislatore ha deciso di affrontare il tema dell'indipendenza sia da un punto di vista generale, inteso come intera organizzazione delle agenzie di rating; sia da un punto di vista individuale, ovvero il singolo manager che lavora all'interno dell'agenzia. Gli artt.26 e 27 del Regolamento CE n.1060/2009 affermano che: «è opportuno che le agenzie di rating del credito stabiliscano politiche e procedure interne appropriate per i dipendenti e le altre persone partecipanti al procedimento di rating al fine di prevenire, individuare, eliminare o gestire e rendere noto qualsiasi conflitto di interesse e garantire in modo continuativo la qualità, l'integrità e l'accuratezza del processo di rating del credito e revisione». Inoltre, «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» ⁴².

1.5.2 Il dovere di correttezza gestionale

Oltre al dovere di indipendenza, il legislatore ha assegnato alle agenzie di rating un generale dovere di correttezza gestionale. Le agenzie di rating devono adottare delle strutture amministrative, organizzative, contabili e di controllo interno idonee all'attività che svolgono. Come gli intermediari finanziari, quali possono essere le banche, anche le agenzie di rating con il loro operato influenzano notevolmente le scelte di investimento degli operatori sul mercato. Il dovere di correttezza gestionale risulta fortemente legato al dovere di indipendenza, infatti le agenzie di rating devono necessariamente dotarsi di un organo amministrativo pluripersonale, il quale ha la responsabilità di identificare e gestire tutti gli eventuali conflitti di interessi. Inoltre, gli amministratori devono essere indipendenti, cioè non possono partecipare all'attività di definizione del rating. L'emolumento che gli amministratori ricevono non deve essere in alcun modo legato ai risultati dell'agenzia e l'incarico che viene loro affidato può essere di durata non superiore ai cinque anni e comunque

⁴¹ Cfr. J. P. HUNT, *Credit Rating Agencies and the 'Worldwide Credit Crisis': The Limits of Reputation, the Insufficiency of Reform, and a Proposal for Improvement*, in *Columbia Business Law Review*, Vol. 2009, N. 1, 5 settembre 2008;

R. LENER e M. RESCIGNO, *Agenzie di rating e conflitti di interesse: sintomi e cure*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2012, pp.353-374;

E. GRANATA, *Rating e conflitti di interesse: alla ricerca di soluzioni*, in *AGE*, 2012, 377 s.

⁴² Regolamento CE n.1060/2009 artt.26 e 27.

non rinnovabile. Infine, il legislatore europeo ha previsto che, oltre ai diversi obblighi sopra esposti, ogni agenzia di rating venga dotata di un comitato di compliance che assicuri lo svolgimento dell'attività di rating in linea con le normative in vigore.

1.5.3 Il dovere di trasparenza

Un altro dovere esplicitamente riconosciuto dal legislatore in capo alle agenzie di rating è il dovere di trasparenza ⁴³. L'introduzione del Regolamento UE n.462/2013 ha previsto che i rating emessi dalle agenzie vengano pubblicati nella «*piattaforma europea del rating*» ⁴⁴. Inoltre, per favorire un maggior accesso al mercato, il legislatore ha previsto che le agenzie pubblichino informazioni di carattere esplicativo che devono essere aggiornate periodicamente. Infine, le agenzie di rating hanno l'obbligo di presentare al pubblico le metodologie, i modelli e le ipotesi che hanno utilizzato per emettere un determinato rating.

1.5.4 Il dovere di professionalità

In passato la pubblicazione di un giudizio da parte delle agenzie di rating poteva risultare un processo piuttosto semplice, poiché non vi erano stringenti obblighi imposti dalle normative. A partire dagli anni 2013-2014 l'emissione dei ratings è sottoposta a pressioni legislative. Le agenzie di rating, in tempi moderni, non possono più limitarsi ad esprimere un giudizio, ma devono spiegare dettagliatamente al pubblico come e cosa li ha portati ad emettere quel rating. L'art.8 del Regolamento CE n.1060/2009 afferma che: «*le agenzie di rating devono adottare misure adeguate a fare in modo che i rating e gli outlooks siano basati su un'analisi accurata di tutte le informazioni rilevanti disponibili e che queste siano provenienti da fonti affidabili. A tale scopo l'agenzia deve dotarsi di metodologie di rating rigorose, sistematiche, continuative e soggette a convalida sulla base dell'esperienza storica, inclusi i test retrospettivi*» ⁴⁵. Emerge, quindi, chiaramente che: da un lato, le agenzie devono svolgere delle analisi accurate per verificare l'affidabilità delle informazioni, così da emettere giudizi veritieri e realistici; dall'altro, è necessario che tutte le metodologie adottate per giungere alla definizione dei ratings devono essere tempestivamente comunicate al mercato. Inoltre, il ricorso ai test retrospettivi viene dalla necessità di verificare la veridicità dei giudizi espressi dalle agenzie.

⁴³ Cfr. V. LEMMA, *Crisi finanziaria e stabilità dei fondi immobiliari*, in Aa. Vv., Scritti in onore di Francesco Capriglione, Cedam, 2010.

⁴⁴ In base all'art.11-bis del Regolamento CE n.1060/2009, introdotto con il Regolamento UE n.462/2013, è stata prevista l'introduzione di un sito internet, tenuto dalla ESMA, dove vengono pubblicati tutti i rating emessi dalle agenzie.

⁴⁵ Art.8 del Regolamento CE n.1060/2009.

1.6 “Gatekeepers” e/o “reputational intermediaries”

Il termine “gatekeepers” e l’espressione “reputational intermediaries” sono spesso associati alle agenzie di rating e nella maggior parte dei casi possono essere considerati sinonimi. Analizziamoli nel dettaglio per evidenziarne le sottili differenze.

Il termine “gatekeepers”⁴⁶ tradotto letteralmente significa “guardiani, custodi, sorveglianti” e associato alle agenzie di rating viene definito come: «*someone who guards an entrance or someone who controls access to something*»⁴⁷. Dalle traduzioni sopra esposte è possibile ricavare una definizione tecnica relativa ai mercati finanziari: il gatekeepers è un soggetto giuridico o non, che si occupa di controllare l’accesso ai mercati finanziari. In generale, esistono diversi soggetti che possono essere considerati gatekeepers:

- Le case editrici, le quali selezionano i testi da stampare.
- Le gallerie d’arte, le quali scelgono le opere da esporre.
- Le agenzie di stampa, le quali individuano le informazioni da pubblicare.
- I professori, i quali determinano quali studenti hanno accesso ad un particolare programma.

Nel nostro caso, le agenzie di rating possono essere considerate come gatekeepers del mercato. Il ruolo principale che queste svolgono in qualità di gatekeepers è quello di fare da “filtro” al mercato, raccogliendo un’enorme e complessa mole di dati e facendone scaturire un giudizio sintetico di facile comprensione, rendendo i mercati finanziari maggiormente accessibili.

⁴⁶ Una delle migliori definizioni di “gatekeeper” è quella di J.C. COFFEE JR., *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*, Oxford University Press, Oxford, 2006, pp. 1-2: «*The term “gatekeeper” has been used in many different settings across the social sciences, usually in ways that are more metaphorical than precise. Typically, the term connotes some form of outside or independent watchdog or monitor – someone who screens out flaws or defects or who verifies compliance with standards or procedures. Within the corporate context, the prior academic commentary has usually used the term “gatekeeper” to mean an independent professional who plays one of two distinct roles, which tend to overlap in practice. First, the gatekeeper may be a professional who is positioned so as to be able to prevent wrongdoing by withholding necessary cooperation or consent. (...) In this first sense, the gatekeeper is a private policeman who has been structured into the process to prevent wrongdoing. By withholding its approval, it closes the gate, typically denying the issuer access to the capital markets. So defined, even the board of directors can be seen as a gatekeeper, and the Securities and Exchange Commission certainly is a public gatekeeper. However, defining gatekeepers simply in terms of their capacity to veto or withhold consent misses what is most distinctive about the professionals who serve investors in the corporate context. Inherently, they are repeat players who provide certification or verification services to investors, vouching for someone else who has a greater incentive than they to deceive. Thus, a second and superior definition of the gatekeeper is an agent who acts as a reputational intermediary to assure investors as to the quality of the “signal” sent by the corporate issuer. The reputational intermediary does so by lending or “pledging” its reputational capital to the corporation, thus enabling investors or the market to rely on the corporation’s own disclosures or assurances where they otherwise might not. The gatekeeper has such reputational capital because it is a repeat who has served many clients over many years.*».

⁴⁷ Definizione presa da: Dictionary.Cambridge.org

L'espressione "reputational intermediaries" letteralmente significa "intermediario reputazionale" e sta ad indicare i soggetti che forniscono servizi informativi sui mercati finanziari. In questa ottica reputazionale le agenzie di rating hanno una forte autorità sul mercato, perché:

- Sono considerati soggetti estremamente sofisticati, avendo le competenze, a differenza della maggior parte degli investitori, in particolar modo di quelli retail, per elaborare le informazioni ricevute ed emettere un giudizio alfanumerico di facile comprensione.
- Sono remunerati per il servizio che offrono, quindi la loro permanenza sul mercato è fortemente legata alla correttezza dei giudizi che emettono. Pubblicare ripetutamente ratings completamente sbagliati farebbe venire meno la fiducia degli investitori e rischierebbe di portare l'intero sistema al collasso.

Gli "infomediary"⁴⁸ accrescono il capitale reputazionale con il passare del tempo. È difficile immaginare che un'agenzia di rating possa godere di un'ottima reputazione a pochi anni dalla sua fondazione, è solo col trascorrere degli anni e chiaramente con l'emissione di giudizi coerenti, che queste vedono aumentare la propria reputazione sul mercato. Nel corso della storia abbiamo assistito alla crescita di tre principali agenzie di rating (S&P, Moody's e Fitch), le quali attualmente godono di un enorme capitale reputazionale. Infatti, lo scenario attuale mostra una vera e propria barriera all'ingresso⁴⁹, tipica di un mercato oligopolistico⁵⁰. Se una nuova concorrente volesse entrare attualmente sul mercato dei rating dovrebbe avere capacità e risorse in grado di sottrarre una fetta di mercato alle big three.

⁴⁸ Terminologia coniata negli Stati Uniti agli inizi degli anni '90 per indicare le agenzie di rating.

⁴⁹ Cfr. D. DIAMOND, *Monitoring and Reputation: The Choice Between Bank Loans and Directly Placed Debt*, in *Journal of Political Economy*, Vol. 99, N. 4, 1991, pagg. 689-721.

⁵⁰ Per *oligopolio* si intende una forma di mercato che è caratterizzata da un numero piuttosto limitato di imprese, tutte estremamente forti ed aventi un'importante quota di mercato, le quali producono determinati beni al fronte di una domanda da parte dei consumatori. La caratteristica principale di tale forma di mercato riguarda il fatto che è particolarmente complesso per un'impresa competitor subentrare nel mercato a causa delle forti barriere all'ingresso. Tra le poche imprese facenti parte dell'oligopolio, solitamente, si instaura un rapporto che permette alle stesse di difendere le rispettive quote di mercato, cercando di disincentivare l'ingresso di nuovi competitors. Questa caratteristica è la principale differenza che emerge tra il mercato oligopolistico e quello in concorrenza perfetta, dove le imprese sono estremamente piccole rispetto alla domanda ed in quanto tali non sono in grado di influenzare il prezzo di mercato. La differenza sostanziale tra mercato oligopolistico e quello monopolistico va rintracciata nel rapporto con i competitors. Nel caso di mercato monopolistico, per definizione, vi è un'unica impresa, quindi, non è necessario instaurare rapporti con i competitors.

1.6.1 Differenze tra agenzie di rating e società di revisione

In base alla disciplina europea le agenzie di rating non hanno alcun potere investigativo sulle società emittenti con le quali instaurano rapporti lavorativi. Le normative europee affermano chiaramente che le agenzie di rating non possono esercitare alcun tipo di pressione sulle società emittenti al fine di ottenere informazioni.

In base al modello issuer-pay, la società emittente richiede espressamente all'agenzia di rating di esprimere un giudizio relativo al suo merito creditizio. Affinché ciò avvenga, la società dovrà fornire informazioni rilevanti all'agenzia. Dal momento che l'informazione fornita non è sufficiente o addirittura sbagliata, il giudizio che ne scaturirà sarà completamente fuorviante per l'investitore. Nello scenario presentato l'unico soggetto ad essere fortemente penalizzato è l'investitore, il quale si affida al giudizio espresso dall'agenzia, inconsapevole che l'informazione elaborata è insufficiente o addirittura, in alcuni casi, scorretta. Tale fenomeno è noto con il nome di «GIGO Effect», dall'inglese «Garbage In – Garbage Out»⁵¹. Una modalità che il legislatore ha previsto per tutelare gli investitori è la seguente: alle agenzie di rating è riconosciuta la possibilità di rifiutarsi di emettere un rating se l'accesso al contenuto informativo della società emittente non è ritenuto sufficiente⁵².

Al contrario, molti più poteri vengono assegnati dal legislatore alle società di revisione. In base all'art. 14 d.lgs. n.39/2010 è previsto che *«i soggetti incaricati della revisione legale hanno diritto ad ottenere dagli amministratori documenti e notizie utili all'attività di revisione legale e possono procedere ad accertamenti, controlli ed esame di atti e documentazione»*⁵³.

Le società di revisione, al fine di trasmettere fiducia agli stakeholders, si pongono come principali obiettivi i seguenti:

- Provare la veridicità delle poste iscritte in bilancio.
- Verificare la regolarità della contabilità.
- Esprimere, sulla base delle poste iscritte in bilancio, un giudizio di coerenza tra la relazione sulla gestione ed il bilancio.

In generale, l'operato svolto dagli analisti delle società di revisione si fonda su un'attenta analisi di dati oggettivi. Diversamente, il giudizio espresso dalle agenzie di rating è di natura "prospettica", cioè viene emesso un giudizio, in merito alle capacità delle società emittenti di onerare i propri debiti, relativo ad una situazione futura, di conseguenza incerta, quindi tutt'altro che oggettivo. Attraverso la presentazione del

⁵¹ J. C. COFFEE JR., *Ratings Reform: The Good, the Bad, and the Ugly*, 1 Harv. Bus. L. Rev. 231, 2011; available at: https://scholarship.law.columbia.edu/faculty_scholarship/615

⁵² Cfr. G. FACCI, *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, Zanichelli, 2009, p.341;

Cfr. C. SCARONI, *La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, in Contr. e impr., 2011, 771, nota 14.

⁵³ Art.14, comma 6, d.lgs. n.39/2010.

suddetto scenario è possibile comprendere i diversi poteri investigativi che il legislatore ha conferito alle società di revisione ed alle agenzie di rating. Alle società di revisione sono riconosciuti forti poteri investigativi, con lo scopo di far emergere la verità sulle informazioni pubblicate. Per quanto riguarda le agenzie di rating non è previsto alcun obbligo di verifica sulla affidabilità delle informazioni ricevute dalla società emittente. Il legislatore esprime chiaramente che l'operato delle agenzie di rating deve avvenire secondo il rispetto dei doveri ⁵⁴ di: trasparenza, accuratezza, professionalità e competenza, ma non prevede in alcun modo il conferimento di poteri di ispezione nei confronti della società emittente. Possiamo giungere alla conclusione, che in un'ottica piramidale di controlli informativi, al vertice troviamo le società di revisione, mentre le agenzie di rating sono per lo più soggetti specializzati nell'esecuzione di giudizi sul merito creditizio.

⁵⁴ Vedi paragrafo 1.5.

1.7 Le agenzie di rating durante la crisi dei subprime e dei debiti sovrani

Nel capitolo successivo, l'elaborato analizzerà la normativa che regola l'operato delle agenzie di rating. Per fare questo è fondamentale ripercorrere brevemente la crisi dei mutui subprime e dei debiti sovrani in cui le agenzie hanno avuto un ruolo centrale. Infatti, a seguito di queste crisi la regolamentazione è intervenuta per evitare che si potessero verificare nuovamente le condizioni che hanno portato ad eventi così catastrofici per i mercati finanziari.

Nel 2007-2008 il mondo è stato colpito da una forte crisi finanziaria. A differenza di quanto manifestatosi con le crisi passate, questa ha danneggiato direttamente il fulcro dell'economia mondiale, ovvero gli Stati Uniti, mentre nei casi precedenti (Brasile 1999, Argentina e Turchia 2001) erano stati colpiti sempre i margini del sistema.

La crisi dei debiti sovrani ha colpito inizialmente la Grecia (2009) e successivamente Irlanda, Portogallo, Spagna ed Italia ⁵⁵. Anche in questo caso le agenzie hanno avuto un ruolo centrale all'interno della crisi. Possono essere ricondotte colpe gravi alle agenzie relative alla mancata capacità di reazione nella diffusione del contagio, che a partire dalla Grecia si è poi estesa agli altri Stati europei.

1.7.1 Il passaggio dal modello “originate to hold” al modello “originate to distribute”

Un aspetto che ha determinato la crisi dei mutui subprime ⁵⁶ è stato il passaggio dal modello di business tradizionale “originate to hold”, in base al quale la banca erogava prestiti che manteneva in bilancio fino a scadenza, al nuovo modello “originate to distribute”, secondo cui i prestiti erogati vengono assemblati in pool e, attraverso il ricorso all'attività di cartolarizzazione, venduti sul mercato agli investitori nella forma di titoli *Asset Backed Securities* (ABS) ⁵⁷. Il ricorso all'attività di cartolarizzazione consente alla banca di trasferire il rischio di credito al mercato e utilizzare la liquidità generata per concedere nuovi prestiti, che, a loro volta, possono essere, nuovamente, oggetto di cartolarizzazione e così via. La maggior parte delle operazioni di cartolarizzazioni avviene mediante l'individuazione di una serie di prestiti sufficientemente diversificati e il successivo trasferimento degli stessi a un soggetto economico, detto *Special Purpose Vehicle* (SPV), che si finanzia mediante l'emissione di titoli garantiti dallo stesso portafoglio prestiti oggetto della cartolarizzazione. I titoli ABS emessi dallo SPV a fronte dello stesso portafoglio prestiti non sono caratterizzati tutti dallo stesso grado di rischio. Essi, infatti, vengono raggruppati in più classi (*tranches*). Il pagamento delle tranche avviene “a cascata”, ovvero vengono pagate prima le tranche meno rischiose (*senior*), poi quelle intermedie

⁵⁵ I c.d. PIIGS.

⁵⁶ Cfr. Associazione laureati LUISS, *Regolazione e mercato*, intervento del presidente della Consob Lamberto Cardia, Roma, 24 aprile 2009, disponibile sul sito: www.consob.it, pp. 1 ss;

Si veda anche “*Cosa sono i subprime*”, all'indirizzo: <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/crisimutuisubprime.htm>.

⁵⁷ Cfr. G. DI GASPARO, *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria*, Cedam, 2011, pagg. 159 e ss.

(*mezzanine*) ed infine le più rischiose (*equity*). L'operazione è effettuata in modo tale da attribuire alla classe senior un rating AAA. La tranche equity rimane, di solito, nei bilanci della banca, in modo tale da segnalare al mercato di aver trattenuto la parte più rischiosa dell'emissione, oppure viene acquistata dagli hedge funds, che a fronte di un elevato rendimento sono disposti ad assumersi il rischio ad essa associato. Le tranches con rating più elevato sono caratterizzate, ovviamente, da un rendimento più basso e viceversa. Nel processo appena descritto giocano un ruolo rilevante le agenzie di rating in quanto il loro giudizio determina la fiducia degli investitori circa la bontà dei titoli emessi dal veicolo. In tale contesto, le agenzie di rating dovettero svolgere un ruolo cruciale, poiché con il passaggio al modello OTD, le banche depotenziarono fortemente i loro poteri di screening e monitoring⁵⁸, concedendo i mutui subprime senza che vi fosse un approfondito controllo sui mutuatari e sulle garanzie⁵⁹ fornite. Questo perché attraverso la cartolarizzazione, il rischio di credito poteva essere facilmente trasferito al mercato. Inoltre, il giudizio emesso dalle agenzie andava a condizionare l'allocazione del capitale da parte degli investitori nei vari titoli emessi dalle SPV.

1.7.1.1 Gli Special Purpose Vehicle

Il cambiamento del modello di business da parte degli intermediari creditizi ha portato alla formazione di un c.d. *sistema bancario ombra* (shadow banking system)⁶⁰ costituito da veicoli fuori bilancio, quali le "Special Purpose Vehicle", letteralmente "società veicolo". La SPV riceve da un soggetto denominato "originator" (solitamente una banca) una quantità di crediti, con annesso garanzie, ed in cambio pagherà denaro, fornendo all'originator liquidità. La SPV per finanziarsi emetterà titoli suddivisi in fasce di priorità di rimborso (tranches senior, tranches mezzanine e tranches equity). Nel nostro Paese questa figura è stata regolata dalla L.30/04/1999 n.130 sulla Cartolarizzazione dei crediti, successivamente modificata con l'aggiunta degli art.7-bis e 7-ter con la L.14/05/2005 n.80. Le SPV sono costituite da un forte grado di leva finanziaria e hanno avuto un ruolo di rilevanza nelle passate turbolenze dei mercati finanziari. Un esempio può essere utile a comprenderne la loro natura. Ipotizziamo che una banca originator decida di costituire una SPV con dotazione iniziale di 100. Tali risorse finanziarie vengono utilizzate dallo stesso per acquistare titoli strutturati, che, a loro volta, sono utilizzati come garanzia per ottenere nuovi finanziamenti. Il meccanismo logico appena descritto può ripetersi molte volte e, quindi, portare a una struttura di bilancio con un forte grado di leva finanziaria: a

⁵⁸ *Screening*: prima della concessione del prestito viene effettuata la selezione delle domande di credito che si intendono soddisfare. *Monitoring*: processo che si manifesta durante la vita stessa del prestito e consiste nell'azione di sorveglianza che accompagna il prestito.

⁵⁹ Cfr. G. FACCI, *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, Zanichelli, 2009. «[a] rendere ancor più rischioso il profilo di questi mutui è la circostanza che spesso sono stati rilasciati a persone che dichiaravano soltanto il proprio reddito, senza fornire alcuna documentazione al riguardo e l'ammontare del mutuo era spesso un multiplo del reddito dichiarato oppure il mutuo era concesso ad un tasso d'interesse inizialmente scontato che poi nei successivi 12/24 mesi era destinato inevitabilmente ad alzarsi».

⁶⁰ Cfr. V. LEMMA, *The shadow banking system*, Palgrave-Macmillan, 2016.

fronte di un capitale iniziale di 100 il veicolo può ritrovarsi un attivo di 1000 con un grado di leva pari a 10. La differenza tra il valore dell'attivo e il patrimonio, nel nostro esempio, pari a 900 è interamente finanziata con debiti a breve e medio termine. Il vantaggio derivante da questo meccanismo logico è il guadagno dato dalla differenza tra il rendimento dei titoli a lungo termine detenuti nell'attivo e il costo del finanziamento. La strategia attuata tramite l'investimento in titoli a lungo termine finanziati a breve termine può esporre gli stessi al *funding liquidity risk*⁶¹ e al *market liquidity risk*⁶² in quanto il veicolo è caratterizzato da una struttura per scadenza che impone di rinnovare continuamente i debiti a breve termine. Nel caso di una crisi di fiducia i mercati a cui il veicolo ricorre possono paralizzarsi impedendo il rinnovo dei finanziamenti oppure possono aumentare significativamente i margini richiesti sugli stessi.

1.7.2 La crisi dei mutui subprime

La crisi dei mutui subprime ha colpito l'economia mondiale ed ha innescato, la grande recessione⁶³. I fattori scatenanti sono stati moltissimi e gli attori in gioco altrettanto. Cercare di riassumere in poche righe tutti gli eventi caratterizzanti la crisi risulterebbe estremamente complesso. L'intento dell'elaborato è quello di ripercorre le tappe fondamentali della crisi soffermandosi unicamente sulle agenzie di rating.

Negli anni 2006/2007 gli investitori fecero uno spropositato affidamento nei ratings (*over-reliance*). Come già detto, i giudizi espressi dalle agenzie sono delle previsioni future, in quanto tali non sono certe, quindi, l'affidamento degli investitori deve essere moderato. Può accadere, ed è accaduto già anni prima della crisi dei subprime, che le agenzie emettessero ratings sbagliati. Un esempio eloquente è rappresentato dalle obbligazioni Enron⁶⁴, le quali fino a quattro giorni prima del default erano assegnate all'*investment grade*. Anche la Long Term Capital Management (LTCM)⁶⁵, un fondo hedge che utilizzava modelli di trading, all'epoca, all'avanguardia, fallì e dovette essere salvata dalla Fed. I due esempi riportati vogliono dimostrare che in un mercato previsionale, quale quello dei ratings, non vi sarà mai certezza assoluta.

⁶¹ Per *funding liquidity risk* si intende il rischio che un intermediario finanziario non sia in grado di far fronte in modo efficiente ai flussi di cassa attesi correnti e futuri senza compromettere la propria operatività giornaliera e il proprio equilibrio finanziario.

⁶² Per *market liquidity risk* si intende il rischio che un intermediario finanziario non sia in grado di monetizzare una posizione in strumenti finanziari senza influenzarne significativamente e in modo sfavorevole il prezzo. In altre parole, il *market liquidity risk* fa riferimento alla difficoltà che un intermediario finanziario può incontrare nel raccogliere fondi sui mercati finanziarie tramite la vendita di attività finanziarie detenute in portafoglio.

⁶³ Crisi economia di carattere mondiale avvenuta tra il 2007 e il 2013, innescata dalla crisi dei mutui subprime.

⁶⁴ La *Enron* fu una società statunitense operante nel settore dell'energia. Il suo fallimento avvenne nel 2001.

⁶⁵ La *Long Term Capital Management (LTCM)* era un fondo speculativo che per lo più compieva operazione di arbitraggio economico. Nel 1998 il fondo è collassato ed è stato fondamentale l'intervento della Fed per salvarlo.

Rating Iniziale	Rating Finale																		Totale	
	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	D		
AAA			5						3										8	
AA+	12																		12	
AA	6	26		1		3	1	1	1			2			2				43	
AA-	1	3	5			2	7		1		1								20	
A+		5	1	5			6	3	3		6	2		1	2		1		35	
A		1	5	4	16		11	3	32	1	7	8		1	14	1			104	
A-				1	5	3		5	13	18	10	13	9	5	31	12	12		137	
BBB+					2	2	3		19	5	39	19		2	48	1	14		154	
BBB						2	2	9		7	21	72	4	1	85	7	27		237	
BBB-						1	2	6	1		22	48	23	7	133	30	66		339	
BB+										1		19	5	10	63	4	80		182	
BB									1	2	9		6	2	92	12	89		213	
BB-											1				9	2	28		40	
B+												1	2				10		13	
B													1	2			12	98	3	116
B-																	20	1	21	
CCC																		19	19	
D																			0	
Totale	19	35	16	11	23	13	32	27	74	34	116	184	50	31	479	81	445	23	1'693	

Tabella 1: Declassamento dei RMBS

Fonte: *Standard & Poor's U.S. Residential Mortgage-backed Securities Public Rating Actions, 2007*

Nella tabella seguente viene riportata la matrice di transizione dei ratings valutati da S&P's dal 1° luglio al 31 agosto 2007. Il valore riga rappresenta il rating al 1° luglio, mentre il valore colonna rappresenta il rating al 31 agosto. I valori interni alle celle rappresentano il numero di RMBS ⁶⁶ che hanno subito un upgrading/downgrading nel corso dell'arco temporale studiato. Su un totale di 1'693 revisioni, 1'544, ovvero il 91,2%, sono stati downgrading. Questi dati evidenziano il fatto che i ratings emessi furono eccessivamente ottimisti. Infine, oltre ad emettere valutazioni sopravvalutate, le agenzie, quando si accorsero degli errori commessi, furono estremamente lente nel modificare i ratings. Possiamo quindi concludere che da questo punto di vista ci fu una duplice problematica:

- Ratings, nella maggior parte dei casi, eccessivamente ottimisti.
- Scarsa tempestività dimostrata dalle agenzie nell'adeguare prontamente i giudizi alla situazione attuale.

Molti esperti del settore, anni dopo che si era manifestata la crisi, hanno rintracciato forti problematiche anche nella regolamentazione, soprattutto per quanto riguarda i principi IAS e Basilea II, i quali hanno incentivato gli investitori ad affidarsi prevalentemente ai giudizi e ai modelli di rating scoring ⁶⁷.

⁶⁶ RMBS sta per Residential Mortgage-Backed Security. Sono una sottospecie degli ABS (Asset Backed Securities), in cui la garanzia del titolo è legata al rendimento di un mutuo immobiliare ipotecario.

⁶⁷ Riguardo al metodo di scoring si veda L. PROSPERETTI, *La possibile responsabilità civile delle società di rating: alcune riflessioni in chiave economica*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2012, pag. 459.

Con l'avvento del nuovo modello issuer-pay, un altro elemento che svolse un ruolo chiave nella crisi fu il conflitto di interessi tra società emittenti ed agenzie di rating. Quest'ultime pubblicarono giudizi il più delle volte esageratamente positivi, poiché le società emittenti misero forte pressione alle agenzie, minacciandole di andare da un'altra nel caso in cui il rating emesso non fosse stato quello desiderato. La situazione si aggravò a causa delle operazioni di cartolarizzazione ⁶⁸. Queste operazioni sono considerate di finanza strutturata, ovvero estremamente complesse da comprendere per la maggior parte degli investitori, sia retail che istituzionali; quindi, l'affidamento da parte degli investitori al rating espresso dalle agenzie fu totale.

1.7.3 La crisi dei debiti sovrani

Le agenzie di rating durante gli anni della crisi dei debiti sovrani (2009) ⁶⁹, si trovarono ad esprimere giudizi relativi agli Stati. Il rating sovrano ⁷⁰ è indispensabile, poiché è l'elemento chiave affinché possa avvenire la valutazione del merito di credito degli altri emittenti (tra cui si individuano i rating sub-sovrani, ovvero regioni, enti, etc.). Inoltre, è opportuno precisare che l'emissione di rating sovrani rientrano nella categoria degli unsolicited ratings poiché non espressamente richiesti dagli Stati. Il compito delle agenzie di rating, quando queste si trovano a dover valutare interi Stati, è assai delicato, poiché il giudizio positivo/negativo espresso, non intacca la singola società emittente, ma va a colpire tutti gli operatori finanziari localizzati geograficamente nello Stato. Il fenomeno appena descritto è il c.d. "country ceiling effect", che si verifica quando il rating sovrano viene posto come tetto massimo per i rating attribuibili alle società operanti nel suo territorio, risaltando il fatto che il rischio del paese incida necessariamente sulle imprese che compongono il sistema produttivo di esso. Riportiamo di seguito un esempio inerente al "country ceiling effect" avvenuto

⁶⁸ Cfr. G. PRESTI, *Take the «AAA» train: note introduttive sul rating*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2012, p. 259 e ss.: «I dati emersi successivamente sono impressionanti; secondo il Fondo Monetario Internazionale (FMI, 2008) degli 1,2 trilioni di dollari di mutui subprime emessi a fine 2007, il 75% era stato cartolarizzato e di questo l'80% aveva ricevuto la magica tripla A: cioè il 60% del credito a rischio magicamente, con la collaborazione delle agenzie di rating, era stato trasformato in titoli sedicentemente a prova di bomba. Si comprende allora facilmente l'affermazione secondo cui le operazioni di finanza strutturata, non solo quelle esemplificate aventi come sottostanti i mutui subprime, erano rating driven».

⁶⁹ Cfr. F. CAPRIGLIONE e G. SEMERARO, *Crisi finanziaria e dei debiti sovrani, L'Unione Europea tra rischi ed opportunità*, Utet Giuridica, cap. II, 2012;

F. CAPRIGLIONE e A. TROISI, *L'ordinamento finanziario dell'UE dopo la crisi, La difficile conquista di una dimensione europea*, Utet Giuridica, cap. I, 2014.

⁷⁰ Cfr. G. SIRIANNI, *Il rating sovrano*, in *Costituzionalismo.it* (<http://www.costituzionalismo.it/articoli/434/>), 2012, op. cit.: «La diffusione del rating sovrano ha tuttavia una motivazione sistemica che va oltre gli immediati vantaggi economici che l'agenzia e gli emittenti possono trarne o le utilità dei mercati fruitori. Va ricordato che i titoli sovrani rappresentano una quota parte relevantissima – oltre il 40% – dei titoli che vengono complessivamente emessi: il non sottoporli a rating priverebbe tutte le altre attività di rating svolte dalle agenzie (titoli sub-sovrani, titoli delle imprese commerciali e titoli di finanza strutturata) di un essenziale punto di riferimento. Gli investitori, nell'effettuare le loro scelte, non potrebbero comunque prescindere dal considerare gli andamenti del rating sovrano relativo all'area economica nella quale essi intendono impegnarsi».

recentemente in Italia ⁷¹, in cui l'agenzia Fitch ha compiuto un downgrade del rating di Generali, portandolo da A ad A-. La decisione presa da Fitch è stata giustificata con il recente downgrade del rating sovrano della Repubblica Italiana, poiché gran parte della qualità del credito di Generali è strettamente legata al rating italiano vista l'elevata esposizione in Btp.

Nel caos della crisi dei debiti sovrani, alle agenzie di rating sono state mosse contestazione di questo tipo: *«questa volta sono stati da molte parti contestati (...) non “solo” errori di valutazione, manipolazioni alimentate da conflitti di interesse, comportamenti poco responsabili che generano effetti pro-ciclici, ma qualcosa di assai più grave, e cioè un uso del rating volto a minare l'equilibrio finanziario e monetario internazionale nell'ambito di un attacco all'euro, guidato da ragioni oscure»* ⁷². Nella citazione di G. Sirianni, si intuisce come, nel pieno corso della crisi, si sia addirittura dubitati del fatto che ci potesse essere un attacco all'euro.

⁷¹ I fatti riportati nell'esempio sono stati estratti da: www.gruppoagentigenerali.it

⁷² G. SIRIANNI, *Il rating sovrano*, in *Costituzionalismo.it* (<http://www.costituzionalismo.it/articoli/434/>), 2012 op. cit.

2. Come viene calcolato il rating

Dopo aver introdotto in linea generale cos'è il rating, è opportuno andare ad analizzare nel dettaglio come effettivamente le agenzie lo calcolano. L'intento di questo capitolo è proprio quello di fornire una visione minuziosa delle tecniche di calcolo impiegate dalle agenzie di rating per pubblicare i propri giudizi. Il capitolo sarà introdotto da un approfondimento riguardante Basilea II, accordo che ha rivoluzionato i criteri di assegnazione del rating nelle banche, da cui derivano coefficienti di ponderazione, attraverso l'introduzione di due diversi approcci: standard approach (rating esterno) e internal rating based (rating interno).

Inoltre, a causa delle crisi sopra menzionate (mutui subprime e debiti sovrani), la normativa è intervenuta in merito alle agenzie di rating, andando a modificare o comunque ad introdurre degli obblighi regolamentari nei loro confronti. Così facendo, le agenzie si sono trovate a dover aggiornare una serie di aspetti interni, tra cui i modelli utilizzati per il calcolo dei rating. Proprio questo è il motivo per cui al fine della comprensione dell'elaborato è necessario che vengano definite, da un punto di vista più prettamente matematico-finanziario, le fasi e le modalità che portano alla determinazione dei ratings.

2.1 Basilea II

L'accordo di Basilea II, entrato in vigore nel 2007, si pose come obiettivo principale quello di garantire una maggiore stabilità del sistema finanziario a livello internazionale. Il precedente accordo, Basilea I del 1988, prevedeva una percentuale di accantonamento a patrimonio di vigilanza dell'8% del totale delle attività ponderate per il rischio (RWA, Risk Weighted Assets) ⁷³.

$$\frac{PV}{\sum A_i * P_i} \geq 8\%$$

Formula 1: Basilea I, rapporto di Cooke, accantonamento a patrimonio di vigilanza

Fonte: www.bis.org

PV = Patrimonio di vigilanza

A = Attività delle banche esposte al rischio di credito e di mercato

P = Fattori di ponderazione del rischio

Di seguito sono espressi i diversi fattori di ponderazione ⁷⁴:

- 0% per: Stati e banche centrali dell'area OCSE ⁷⁵.
- 20% per: enti pubblici italiani territoriali e non, banche dell'area OCSE.
- 50% per: mutui ipotecari concessi per l'acquisto di immobili residenziali.
- 100% per: settore privato, amministrazioni di Paese esterni all'area OCSE.

La percentuale applicata dell'8% era la stessa per qualsiasi tipologia di esposizione creditizia all'interno di ogni fascia. Possiamo affermare che i fattori di ponderazione del rischio di credito e di mercato erano standardizzati. Quindi, nonostante il diverso grado di rischio associato ai debitori appartenenti alla stessa fascia, non vi era l'applicazione di coefficienti di ponderazione distinti. Questo meccanismo incentivava le banche a preferire assets maggiormente rischiosi a cui corrispondono rendimenti più elevati.

Successivamente, con il nuovo Accordo sul Capitale ⁷⁶, furono introdotti coefficienti di ponderazione specifici con l'intento di adottare un trattamento differente a seconda della tipologia e del grado di rischio associati al singolo cliente. Infatti, tra gli obiettivi principali di Basilea II rientra la revisione dell'aspetto relativo ai

⁷³ Questo vincolo è noto anche come rapporto di Cooke in onore del primo presidente del comitato.

⁷⁴ I coefficienti di ponderazione del rischio sono stati presi da: F. MASERA e G. MAZZONI, *Basilea III, Il nuovo sistema di regole bancarie dopo la grande crisi*, FrancoAngeli, 2012.

⁷⁵ L'OCSE è l'acronimo di Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico. Questa è un'organizzazione nata con lo scopo di creare delle forme di cooperazione in campo economico tra le nazioni membri. Inizialmente era costituita da 20 Paesi, attualmente i Paesi membri sono 37.

⁷⁶ Può essere utilizzato come sinonimo di Basilea II.

requisiti patrimoniali, con l'intento di modificare la percentuale di accantonamento in relazione alla rischiosità dell'esposizione. I giudizi emessi dalle agenzie di rating riguardo gli strumenti di debito andavano ad intaccare la percentuale di accantonamento che avrebbero dovuto detenere le banche.

Basilea II, con riferimento al rischio di credito, ha introdotto due metodi alternativi di calcolo:

- Standard Approach e Internal Rating Based (IRB)

2.1.1 Standard Approach

Secondo il modello dello Standard Approach, il rischio di credito sopportato da un istituto bancario può essere valutato da un'agenzia di rating esterna che rientri nella categoria delle External Credit Assessment Institutions (ECAI), quindi espressamente autorizzata dalle autorità di vigilanza. In tal caso, le agenzie di rating emettono giudizi relativi ad ogni singolo strumento di debito, così che le banche possono associare al prestito concesso uno specifico coefficiente di ponderazione in base a quanto previsto dalle autorità di vigilanza. Chiaramente a ratings maggiori corrispondono coefficienti di ponderazione inferiori, e viceversa⁷⁷. Una volta che le agenzie di rating hanno espresso il proprio giudizio e lo hanno comunicato, gli istituti bancari dovranno applicare uno specifico coefficiente di ponderazione, definito dalle autorità di vigilanza, al credito concesso, così da preservare parte della liquidità. Le diverse ponderazioni compiute dalle agenzie di rating avvengono in relazione alla controparte (Stati sovrani, imprese) oppure alla tipologia di strumento di debito (mutui ipotecari, obbligazioni).

Controparti	Classi di rating						
	Da AAA a AA-	Da A+ a A-	Da BBB+ a BBB-	Da BB+ a B-	Da B+ a B-	Sotto B-	Senza rating
Stati Sovrani	0	20	50	100	100	150	100
Banche ed Enti del settore pubblico	20	50	100	100	100	150	100
Imprese private	20	50	100	100	150	150	100
Retail							75
Mutui residenziali							35

Tabella 2: Basilea II, Standard Approach, coefficienti di ponderazione

Fonte: *Il nuovo accordo di Basilea sul capitale, Basilea II: un salto di qualità nel rapporto banca-impresa*, SANPAOLO IMI, www.odec.torino.it

⁷⁷ Cfr. A. MALINCONICO, *Il credit risk management del portafoglio prestiti: da Basilea I a Basilea 3*, FrancoAngeli, 2012, pp. 126-127.

2.1.2 IRB (Internal Rating Based)

La principale novità introdotta da Basilea II riguarda il modello Internal Rating Based (IRB). Con l'applicazione del modello IRB, sarà la banca stessa ad emettere, attraverso specifici modelli di analisi, preventivamente autorizzati dalle rispettive Banche Nazionali, giudizi sugli strumenti di debito. Con l'applicazione di questo modello, il rischio di credito è funzione di quattro componenti: probabilità di default (PD), tasso di perdita in caso di default (LGD, Loss Given Default), esposizione al momento del default (EAD, Exposure At Default), scadenza (M, Maturity). Attualmente esistono due diversi approcci IRB ⁷⁸:

- **IRB Foundation.** Le banche stimano autonomamente, attraverso propri modelli di analisi e dopo l'approvazione delle autorità di vigilanza, le probabilità di default dei propri clienti, mentre qualsiasi altro fattore viene calcolato dalle autorità di vigilanza.
- **IRB Advanced.** Gli istituti bancari devono calcolare, oltre alla probabilità di default, anche la Loss Given Default (LGD), la Exposure At Default (EAD) e la Maturity (M)

	IRB Foundation	IRB Advanced
PD	Stimata dalla banca	Stimata dalla banca
LGD	45% - 75%	Stimata dalla banca
EAD	100%	Stimata dalla banca
M	2,5 anni	Stimata dalla banca

Tabella 3: Differenza tra IRB Foundation e IRB Advanced

Fonte: www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/consultazioni/2006/basilea2/Doc_Cons_IRB.pdf

È necessario sottolineare che la base informativa da cui parte l'analisi del rischio di credito degli istituti bancari si fonda sui dati forniti dalla Centrale dei Rischi, a cui le agenzie di rating non hanno accesso. Questo organo è stato istituito nel 1962 ed è gestito da Banca d'Italia. La Centrale dei Rischi è una banca dati, all'interno della quale è possibile trovare informazioni riguardo il merito creditizio dei clienti. Il sistema di funzionamento della Centrale dei Rischi prevede che ogni istituto bancario comunichi puntualmente a Banca d'Italia gli eventuali crediti concessi, che successivamente entreranno a far parte della banca dati ⁷⁹.

⁷⁸ Banca d'Italia, Recepimento della nuova regolamentazione prudenziale, Metodo dei rating interni per il calcolo del requisito patrimoniale a fronte del rischio di credito.

⁷⁹ Cfr. M. BONGIOVANNI, *Il rating: fattore chiave nei finanziamenti*, in *Pratica contabile*, 2008, pag. 6 e ss.

Concludiamo questa sezione riassumendo brevemente, attraverso l'uso di formule ⁸⁰, quanto emerso dal metodo Standard Approach e dal metodo IRB.

In generale:

$$\text{Requisito Patrimoniale} = RWA * 8\%$$

Nel caso si adotti il metodo Standard Approach:

$$\text{Requisito Patrimoniale} = 8\% \sum ESP * POND$$

ESP = Esposizione

POND = Coefficiente di ponderazione

Nel caso applichi il metodo IRB:

$$\text{Requisito Patrimoniale} = 8\% * \sum PD * LGD * EAD * M$$

PD = Probabilità di default

LGD = Percentuale di perdita nel caso si verifichi effettivamente l'insolvenza del cliente.

EAD = Ammontare della linea di fido accordato destinato ad essere utilizzato in caso di inadempienza.

M = Durata del prestito.

⁸⁰ Le formule utilizzate sono state prese da: A. RESTI, A. SIRONI, *Rischio e valore nelle banche*, Egea, 2008.

2.2 Rating esterni e rating interni

Prima di entrare nel dettaglio dei metodi effettivamente impiegati dalle agenzie ai fini del calcolo del rating, è necessario compiere una precisazione: il rating segue un processo diverso a seconda che venga assegnato dalle agenzie di rating, c.d. *rating esterno*; oppure che venga attribuito direttamente dalle banche, c.d. *rating interno*. Di seguito cercheremo di comprendere al meglio le differenze che emergono da questi due differenti approcci.

Iniziamo l'analisi con un approfondimento sui rating esterni, ovvero i giudizi espressi dalle agenzie di rating. Quest'ultime svolgono la funzione di emissione di giudizi a favore degli investitori presenti sul mercato. Le valutazioni che vengono compiute dalle agenzie di rating vanno ad influenzare le scelte di investimento degli operatori sul mercato. Quindi, il ruolo delle agenzie di rating è quello di emettere un'opinione indipendente fondata su criteri oggettivi. Come già detto in precedenza, trasmettere fiducia al pubblico degli investitori, attraverso la pubblicazione di giudizi realistici e corretti, è uno dei compiti fondamentali che le agenzie di rating devono svolgere. Solitamente, le controparti delle agenzie di rating sono enti di grandi dimensioni (Stati Sovrani, grandi imprese). Di conseguenza, l'accesso informativo risulta essere notevolmente maggiore rispetto al caso in cui si hanno come controparti singoli investitori retail. È chiaro che reperire informazioni riguardanti pochi colossi del mercato è un compito più agevole rispetto al reperire informazioni su una moltitudine di piccoli investitori retail.

L'approccio dei rating interni, ovvero i ratings usati dalle banche, prevede l'emissione di giudizi per finalità interne e non per consentire una maggiore informazione agli investitori. Le banche pubblicano ratings per sé stesse, ovvero per avere un quadro completo e generale della situazione crediti/debiti. Possiamo affermare che le banche sono allo stesso tempo autori e beneficiari dei ratings da loro stesse emessi. Le controparti con le quali le banche si trovano ad instaurare rapporti, possono essere anche piccoli investitori retail. Quindi, il processo di analisi e ricerca delle informazioni rilevanti è sicuramente più dispendioso, sia in termini di tempo che economici, rispetto a quanto avviene per le agenzie di rating.

Un'altra differenza che emerge tra rating esterni e rating interni, in seguito evidenziata, riguarda gli approcci "through the cycle" e "point in time". Generalmente, le agenzie di rating seguono l'approccio "through the cycle"⁸¹, ovvero valutano il merito creditizio di una società emittente tenendo in considerazione l'eventualità di una recessione, nonostante la situazione attuale del mercato sia favorevole. Al contrario, la metodologia frequentemente applicata dalle banche è nota come "point in time", ovvero viene valutato il merito creditizio allo stato attuale dei fatti, senza considerare eventuali fasi espansive/recessive dell'economia in generale. È opportuno sottolineare che non vi è alcun divieto al fatto che le agenzie di rating possano adottare l'approccio "point in time", e viceversa, che le banche adottino l'approccio "through the cycle". L'intenzione dell'elaborato è semplicemente quella di risaltare le differenze tra i due approcci.

⁸¹ Cfr. W. F. TREACY e M. CAREY, *Journal of Banking & Finance*, 2000.

2.2.1 Rating esterno - Le fasi di determinazione del rating

Il rating viene emesso al termine di un processo di analisi ed elaborazione di informazioni rilevanti che le società emittenti forniscono alle agenzie. La valutazione dello standing creditizio espressa dalle agenzie di rating avviene secondo tempistiche e fasi che sono piuttosto simili per tutte le principali agenzie.

2.2.1.1 Richiesta di rating (fase 1)

Con l'introduzione del modello issuer-pay⁸², l'assegnazione del rating avviene sotto richiesta dell'emittente (solicited rating)⁸³ e può riguardare un particolare titolo di debito o in generale l'affidabilità dell'intera società. Può anche accadere, ma è meno probabile, che siano le stesse agenzie ad emettere un rating (unsolicited rating) su una società emittente, senza che questa abbia esplicitato la richiesta. Infine, può verificarsi, ma con il passare degli anni avviene sempre meno, che siano gli investitori a richiedere un giudizio riguardo specifiche società emittenti (investor-pay model).

2.2.1.2 Formazione della commissione (fase 2)

Terminata la fase di richiesta del rating, le agenzie nomineranno una commissione, c.d. *analytical team*, che sarà incaricata di seguire tutte le pratiche relative all'emissione del giudizio. Affinché il giudizio sia auspicabilmente il più veritiero possibile è fondamentale che la commissione sia composta da soggetti esperti del settore economico-produttivo in cui opera la società emittente. Come ribadito più volte nel capitolo precedente, è necessario che le società forniscano quanta più informazione possibile alle agenzie, starà poi alla commissione analizzare il materiale, individuare le informazioni rilevanti e scartare quelle superflue. È opportuno precisare ancora una volta che le agenzie di rating non possono obbligare in alcun modo le società emittenti a fornirgli determinate informazioni⁸⁴. Cerco di spiegarmi meglio, le società sono libere di fornire alle agenzie qualsivoglia materiale tecnico e quest'ultime dovranno elaborare un giudizio esclusivamente sulla base del materiale che gli è stato fornito. Se l'informazione messa a disposizione dalle società non è sufficiente, le agenzie possono rifiutarsi di emettere il rating o possono chiedere che gli venga fornito materiale aggiuntivo.

In generale, migliore è il rating che le agenzie assegnano alle società emittenti, minore sarà il tasso di interesse che quest'ultime dovranno corrispondere all'investitore, poiché il rischio che l'investitore non recuperi il capitale impiegato, c.d. rischio di credito, è minimo. Questo contesto apre lo spiraglio alla possibilità che società emittenti possano nascondere eventuali informazioni negative che pregiudicherebbero il rating assegnato. Così facendo il rating emesso non sarà pienamente corretto ed i soggetti maggiormente colpiti da

⁸² Si veda capitolo 1.4. Differenza tra issuer-pay model e investor-pay model.

⁸³ Si veda capitolo 1.4.1. Differenza fra solicited rating e unsolicited rating.

⁸⁴ Vedi paragrafo 1.6.1.

questo scenario saranno gli investitori, i quali credono di impiegare il proprio capitale in una società con un determinato livello di rischio, quando in realtà il rischio che stanno effettivamente correndo è tutt'altro.

Il team incaricato dalle agenzie di rating ai fini dell'elaborazione del giudizio dovrà tenere in considerazione un duplice rischio: il rischio di business ed il rischio finanziario ⁸⁵. L'analisi del *rischio di business* comporta la valutazione del contesto economico e di mercato nel quale opera la società emittente (per esempio: posizione competitiva, prospettive del settore, rischi). Per calcolare il *rischio finanziario* la commissione partirà dal compiere un'analisi puntuale del bilancio della società. Lo studio dei profili di rischio permette alle agenzie di farsi un'idea su quella che può essere la *debt capacity*, ovvero la capacità di indebitamento della società e quindi l'affidabilità che questa ripaghi integralmente e tempestivamente le obbligazioni assunte.

Questo scenario è accompagnato da un'analisi di sensitività ⁸⁶, cioè la commissione si focalizza su cosa potrebbe accadere e come si comporterebbe la società nell'eventualità in cui si manifestino dei worst case, ovvero una serie di eventi negativi per la società. L'analisi svolta fin qui, sui rischi di business e finanziari, è incentrata unicamente su dati di tipo "quantitativo", è ora necessario che l'analytical team si occupi di tutti quegli aspetti di tipo "qualitativo". Questo avviene attraverso l'istituzione di un rapporto con il management della società ⁸⁷ al fine di acquisire informazioni riguardanti governance, piani operativi, vision e mission aziendali.

Solitamente il processo di prima assegnazione del rating dura tra le 4 e le 6 settimane.

2.2.1.3 Emissione del rating provvisorio (fase 3)

I risultati delle analisi svolte dalla commissione incaricata vengono sintetizzati in un apposito rapporto, il quale contiene uno specifico giudizio. Il rating prescelto viene portato a conoscenza della società valutata, che può chiederne una revisione, purché fornisca nuove informazioni non incorporate nel report iniziale. Sulla base di questi eventuali ulteriori elementi, il rating può essere rivisto e successivamente viene approvato in via definitiva. Se l'emittente autorizza la diffusione di tale giudizio finale, questo viene divulgato tramite i principali canali di informazione finanziaria.

⁸⁵ Per un approfondimento su business risk e financial risk si veda il paragrafo 2.4.

⁸⁶ Cfr. F. FONTANA e M. CAROLI, *Economia e gestione delle imprese*, Milano, 2013. L'analisi di sensitività è in grado di stimare lo scostamento delle performance aziendali del cliente in caso di modifiche inattese di alcune variabili operative.

⁸⁷ Cfr. A. TROISI, *Le agenzie di rating, regime disciplinare e profili evolutivi*, Cedam, 2013.

2.2.1.4 Emissione del rating definitivo e monitoraggio (fase 4)

Le agenzie di rating, una volta che hanno espresso in via definitiva il giudizio, dovranno monitorarlo costantemente. Una caratteristica peculiare dei ratings riguarda proprio il fatto che sono giudizi instabili e temporanei che possono variare (upgrading/downgrading)⁸⁸ nel corso del tempo. Questa fase è nota con il nome di “*rating watch*”, durante la quale i ratings sono sottoposti a controlli di revisione periodica. Generalmente le verifiche sui ratings non avvengono in date prestabilite, ma ogniqualvolta via sia apporto di nuova informazione, che possa modificare positivamente/negativamente lo standing creditizio della società emittente.

2.2.2 Rating interno - Le fasi di determinazione del rating

I giudizi emessi dalle banche⁸⁹ differiscono lievemente rispetto a quelli espressi dalle agenzie di rating. La motivazione, come visto nel dettaglio in precedenza, va rintracciata nella diversità: dei soggetti valutati, del set informativo a disposizione e dell’orizzonte temporale di valutazione. Ogni singolo istituto bancario può adottare modelli privati per calcolare il rating, ciò nonostante emergono alcuni punti fermi che sono impiegati da quasi tutti gli istituti:

- **Numero di classi di rating.** Avere un elevato numero di classi di rating in cui collocare il debitore comporta un dispendioso lavoro da parte degli analisti finanziari delle banche. Chiaramente, se le classi di rating fossero due (affidabile-insolvente), sarebbe piuttosto elementare collocare correttamente il debitore nella classe più appropriata. Al contrario, se si dovessero avere numerose classi di rating il processo si complicherebbe notevolmente. Nonostante ciò, un elevato numero di classi di rating porta ad un pricing del cliente più accurato. Ricordiamo che ad ogni classe di rating è associata una probabilità di default e quindi un tasso di interesse che il debitore dovrà corrispondere alla banca. Avere poche classi di rating potrebbe portare la banca a perdere clientela. Infatti, i clienti “migliori” che si trovano all’interno di una classe di rating potrebbero valutare il tasso di interesse applicato eccessivamente oneroso e quindi potrebbero decidere di richiedere il prestito ad un altro istituto bancario; al contrario, i clienti “peggiori” che si trovano all’interno di una classe di rating potrebbero considerare il tasso di interesse applicato estremamente conveniente e quindi potrebbero aumentare la richiesta di credito.
- **Definizione di default.**
- **Tempi di revisione del rating.**

⁸⁸ *Upgrading*: si intende una variazione “positiva” del rating, ovvero un miglioramento del merito creditizio della società emittente.

Downgrading: si intende una variazione “negativa” del rating, ovvero un peggioramento del merito creditizio della società emittente.

⁸⁹ Cfr. V. LEMMA, *L'applicazione del fair value alle banche: profili tecnico economici e giuridici*, in Banca borsa e titoli di credito, 2006.

- **Individuazione delle informazioni rilevanti.** Gli istituti bancari, così come le agenzie di rating, solitamente si trovano a lavorare con enti di grandi dimensioni. Allo stesso tempo, gli istituti bancari possono avere come controparti anche piccoli investitori retail. Tale scenario difficilmente si realizza per le agenzie di rating che al contrario instaurano rapporti lavorativi, nella quasi totalità dei casi, con big companies. L'accesso informativo che gli istituti bancari avranno nel caso in cui si instaurino prestazioni lavorative con grandi imprese, sarà sicuramente ampio; al contrario, quando hanno come controparte piccoli investitori retail, ricavare informazioni rilevanti è piuttosto complesso. Quando vengono a crearsi rapporti con gli investitori retail, può accadere che gli istituti bancari facciano ricorso a modelli di scoring automatici. Avendo una moltitudine di investitori retail, gli algoritmi, che non tengono in considerazione tutti gli aspetti qualitativi, possono generare risultati statisticamente attendibili. Inoltre, i ricavi che i piccoli investitori portano agli istituti bancari sono minimi, di conseguenza, impiegare un elevato numero di analisti finanziari non è conveniente da un punto di vista economico. La situazione è diametralmente opposta nel caso in cui le controparti degli istituti bancari siano grandi imprese. In tal caso, l'utilizzo di algoritmi può essere inefficace a livello statistico, poiché il campione preso in esame è limitato. Inoltre, i ricavi derivanti dalla concessione di prestiti a grandi imprese sono notevoli, quindi l'impiego di analisti finanziari è ampiamente giustificato.

2.3 Il rischio di credito

Il rating calcolato dalle agenzie di rating (rating esterno) e dagli istituti bancari (rating interno) rientra nella macrocategoria del rischio di credito. Per rischio di credito si intende il rischio sopportato dal creditore dal momento che ci sia una qualsiasi probabilità che la controparte del rapporto creditizio non adempia tempestivamente ed integralmente l'obbligazione assunta. Per rischio di credito non viene inteso unicamente il default della controparte ma anche l'eventualità che questa subisca un downgrading (peggioramento del merito creditizio). Le componenti del rischio di credito sono: Expected Loss (EL, perdita attesa) e Unexpected Loss (UL, perdita inattesa).

La prima componente, EL, non rappresenta effettivamente un problema per il creditore, poiché, come si evince intuitivamente dal nome, è una componente "attesa" e quindi prevedibile che può essere adeguatamente fronteggiata. Infatti, il creditore quando concederà un prestito, richiederà un tasso di interesse, aumentato di uno spread, tale da coprire l'eventuale perdita. Di conseguenza, se la perdita dovesse effettivamente verificarsi il creditore guadagnerebbe esattamente quanto si era prefissato all'origine. Tale componente è data dal valore medio delle distribuzioni delle perdite ed è funzione di tre elementi:

$$EL = EAD * PD * LGD$$

Formula 2: Perdita attesa

Fonte: A. RESTI, A. SIRONI, *Rischio e valore nelle banche*, Egea, 2008

EAD = è una stima del valore del credito dal momento che si verifica il default.

PD = è la probabilità di insolvenza della controparte. LGD = è il tasso di perdita atteso in caso di insolvenza.

La seconda componente, UL, è decisamente più complessa da prevedere e può essere definita come la differenza tra le perdite stimate ex ante e le perdite che si verificano effettivamente ex post. A differenza della perdita attesa, la perdita inattesa può essere significativamente ridotta attraverso una politica di diversificazione⁹⁰ del portafoglio. Inoltre, da un punto di vista prettamente contabile le due tipologie di perdite rientrano in categorie diverse. La perdita attesa, proprio perché prevedibile, può essere registrata nel conto economico, nella voce: accantonamento a riserva. Al contrario, la perdita inattesa verrà iscritta nel patrimonio della banca, «*così come gli azionisti beneficiano di eventuali risultati superiori alle aspettative derivanti da perdite inferiori a quelle attese, analogamente devono sopportare, mediante una copertura patrimoniale, le perdite superiori alle aspettative*»⁹¹.

⁹⁰ In contesti finanziari con il termine "diversificazione" si vuole indicare la presenza, all'interno di un portafoglio, di titoli appartenenti a diversi settori, i cui rendimenti non sono altamente correlati. Lo scopo della diversificazione è quello di ridurre al minimo il rischio.

⁹¹ Cfr. F. CANNATA, *Il metodo dei rating interni*, Bancaria editrice – Edibank, 2007.

2.4 Financial risk e Business risk

In passato le agenzie di rating furono piuttosto restie nel comunicare al pubblico le metodologie e le analisi condotte per l'elaborazione dei ratings. Attualmente, a causa della crisi dei mutui subprime e dei debiti sovrani, in cui si sono verificati numerosi default finanziari, la normativa ha introdotto obblighi di comunicazione al pubblico per le agenzie di rating in merito alle procedure di calcolo adottate da quest'ultime. Come già detto, il rating scaturisce dalla combinazione di analisi quantitative e qualitative.

Da un punto di vista quantitativo, c.d. *financial risk*, le analisi condotte dalle agenzie di rating si sviluppano a partire da uno studio approfondito del bilancio delle società emittenti. L'analisi delle poste in bilancio porta alla formulazione di indici (ratio) finanziari, i quali possono essere fra loro confrontati. Tali indici vengono comparati con i valori delle società a cui l'agenzia ha già assegnato un determinato rating. I principali indici⁹² utilizzati dalle agenzie di rating sono:

- Current ratio. Mostra la capacità della società emittente di far fronte alle obbligazioni di breve periodo. È definito dal rapporto tra attività disponibili e debiti a breve termine.
- Leverage. Indica il rapporto tra il capitale proprio dell'azienda e il capitale di rischio.
- Debt Service Coverage Ratio (DSCR). Misura la sostenibilità finanziaria del debito aziendale, ovvero la capacità di un'impresa di onorare il proprio debito finanziario (tipicamente a medio-lungo termine).
- Earnings Before Interests and Taxes (EBIT). Rappresenta una misura di utile operativo prima degli oneri finanziari e delle imposte.
- Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization (EBITDA). Misura la redditività dell'azienda.
- Return on equity (ROE). Individua il rapporto tra l'utile netto ed il patrimonio netto. Sostanzialmente misura il rendimento del capitale di rischio apportato dai soci all'interno dell'azienda.
- Return on Assets (ROA). Misura la redditività in relazione al capitale investito.

Affinché le agenzie di rating possano confrontare questi indici relativi a diverse società, è necessario che quest'ultime appartengano a settori industriali e abbiano dimensioni simili. Confrontare indici di diverse imprese, le quali operano in settori differenti (manfatturiero–automotive) e sono di dimensioni diverse (piccola–grande impresa) non avrebbe senso. Inoltre, l'analisi quantitativa sviluppata dalle agenzie di rating, deve tenere in considerazione la capacità della società di generare cash-flow positivi col passare del tempo e l'affidabilità in termini di rimborso del debito contratto, c.d. *debt capacity*. Perciò, possiamo concludere, che l'analisi svolta dall'analytic team non si limita ad uno studio puntuale del bilancio, rivolto principalmente a dati passati, ma deve essere in grado di cogliere eventuali potenzialità che portano la società a generare flussi di cassa futuri. Il financial risk può essere usato per spiegare come società emittenti simili da un punto di vista

⁹² Le definizioni degli indici riportati sono state dedotte da: www.borsaitaliana.it.

di indici finanziari, vengano poi collocate in “notch” (fasce) completamente diversi. Può accadere che due società con indici pressoché identici mostrano capacità, in base al mercato di riferimento, di generare cash-flow futuri diversi.

Da un punto di vista qualitativo, c.d. *business risk*, le agenzie di rating devono valutare il contesto economico e di mercato nel quale le società emittenti operano. In questa fase è fondamentale il ruolo che ricoprono gli analisti finanziari delle agenzie di rating, poiché le informazioni che si ottengono attraverso l’analisi business sono di tipo qualitativo e quindi difficilmente conteggiabili a livello matematico. Nello studio del financial risk, le agenzie di rating, spesso si trovano ad avere risultati piuttosto simili, poiché questi provengono da analisi compiute attraverso modelli matematico-statistici. Al contrario, nel caso del business risk la valutazione compiuta dagli analisti delle agenzie di rating può divergere notevolmente a causa delle diverse interpretazioni delle informazioni rilevanti disponibili. Portiamo alcuni esempi di informazioni rilevanti che gli analisti finanziari delle agenzie di rating si trovano a dover valutare ai fini del calcolo del business risk:

- Posizione competitiva della società nel settore industriale di appartenenza ⁹³.
- Prospettive di crescita della società all’interno del settore in cui opera.
- Eventuali barriere all’entrata/uscita per nuovi operatori del mercato.
- Relazioni con imprese controllate/controllanti.

È fondamentale sottolineare che ad influenzare notevolmente il business risk ci sono i diversi strumenti di intervento pubblico a sostegno delle società (ad esempio: sgravi fiscali ed incentivi governativi). Inoltre, affinché gli analisti facciano un’analisi di business a 360 gradi è necessario che tengano in considerazione la normativa vigente a seconda del Paese in cui la società opera. Infine, uno degli aspetti più difficili da quantificare per gli analisti delle agenzie di rating è la qualità del management delle società emittenti. Chiaramente manager di qualità influiscono positivamente sull’operato della società e viceversa. Ciò nonostante, per le agenzie di rating, valutare se il management delle società sia effettivamente di qualità o meno risulta essere estremamente complesso. Una metodologia che viene adottata dagli analisti finanziari ai fini della valutazione riguardo il management delle società emittenti, concerne la capacità di reazione che il management ha dimostrato in passato a situazioni di forte stress.

⁹³ Il *posizionamento competitivo* consiste nella definizione di un’offerta compiuta da un’impresa in modo tale da consentirle di occupare una posizione distinta e apprezzata nel mercato di appartenenza. Riguarda quindi la percezione che il cliente ha del prodotto o del servizio di un’azienda rispetto ai prodotti/servizi della concorrenza. Il valore percepito è influenzato in modo particolare dal rapporto qualità/prezzo offerto sul mercato: infatti, in base alle caratteristiche funzionali ed estetiche di un prodotto e in base alla sua notorietà (e quindi esclusività), il valore che il consumatore è disposto a pagare è molto diverso. Ne consegue che più il posizionamento competitivo è chiaro e delineato rispetto alla concorrenza, più sarà facile generare un vantaggio competitivo che sia in grado di guidare e sostenere l’attività economica anche nei momenti di crisi.

Parte della definizione riportata è stata presa da: www.oriens.consulting.it.

2.5 Cosa le agenzie di rating intendono per default

Gli investitori presenti sul mercato, quando devono prendere decisioni in merito a come e dove investire i propri risparmi, fanno delle analisi comparative sui giudizi espressi dalle diverse agenzie di rating. Attualmente non vi è alcuna norma che obbliga le agenzie di rating ad attribuire una definizione analoga al default, anzi le agenzie forniscono interpretazioni diverse del termine. Ad esempio, S&P attribuisce al default il mancato pagamento di interessi/capitale; mentre, per Moody's si ha default quando si verifica un ritardo nel pagamento di interessi/capitale. In questo scenario, il confronto tra i ratings emessi da queste due agenzie diventa estremamente complicato. Due agenzie di rating che valutano una stessa società emittente, possono giungere alla conclusione di giudizi dissimili l'uno dall'altro, perché la valutazione delle due agenzie scaturisce da una definizione di default diversa.

2.5.1 Metodi di calcolo della probabilità di default

I modelli che le agenzie di rating adottano per calcolare la probabilità di default sono di natura statistica e vengono definiti come modelli di scoring. Successivamente verranno presentati nel dettaglio i due principali modelli di scoring: l'analisi discriminante lineare ed i modelli di regressione lineare. Entrambi i modelli sono di natura deduttiva, quindi partono da assiomi e premesse generali (indici finanziari) da cui ricavano dimostrazioni per spiegare il fenomeno (default).

2.5.1.1 L'analisi discriminante lineare

Uno dei principali modelli impiegati dalle agenzie di rating per calcolare la probabilità di default è l'*analisi discriminante lineare*. Questo modello fu studiato da Fisher nel 1936 e si fonda sull'identificazione delle variabili discriminanti (indici finanziari) che consentono di identificare le imprese sane (affidabili) e le imprese anomale (fallite o assoggettate a ristrutturazione finanziaria). Lo scopo dell'analisi discriminante è quello di individuare il confine tra le imprese sane e quelle insolventi.

Il modello si sviluppa a partire dall'individuazione delle variabili discriminanti. Inizialmente, gli analisti delle agenzie di rating devono rispondere alle seguenti domande:

- Quali sono le variabili discriminanti da considerare?
- Quante sono le variabili discriminanti da includere nel modello?

Generalmente, le modalità attraverso le quali si determinano le variabili discriminanti sono le seguenti:

- Metodo diretto. Le variabili vengono individuate attraverso un ragionamento teorico.
- Metodo stepwise. Si definisce un'ampia lista di possibili variabili discriminanti. Successivamente, si procede aggiungendo di volta in volta una variabile discriminante e si vede come reagisce il modello.

In entrambi i casi viene utilizzato come criterio fondamentale il Lambda di Wilks. Questo è un indice che spesso viene utilizzato nei modelli di scoring poiché ci permette di misurare il tasso di successo di un modello.

$$\lambda = \frac{\sum(Z_i - Z_A)^2 + \sum(Z_i - Z_B)^2}{\sum(Z_i - Z)^2} \text{ }^{94}$$

Formula 3: Lambda di Wilks

Fonte: A. RESTI, A. SIRONI, *Rischio e valore nelle banche*, Egea, 2008

Più il valore che si ottiene è vicino allo zero più il modello sarà considerato attendibile, e viceversa. È compito degli analisti delle agenzie di rating aggiungere di volta in volta una variabile discriminante al modello e vedere come questa farà reagire il Lambda di Wilks. Se il valore dell'indice diminuirà, allora il tasso di successo del modello sarà migliorato, quindi la variabile discriminante va effettivamente considerata; altrimenti, se il valore del Lambda dovesse aumentare, la variabile discriminante dovrà essere scartata.

Una volta definite le variabili discriminanti si può procedere al calcolo dello score relativo alle singole imprese. Di seguito riportiamo un esempio per chiarire meglio i concetti espressi.

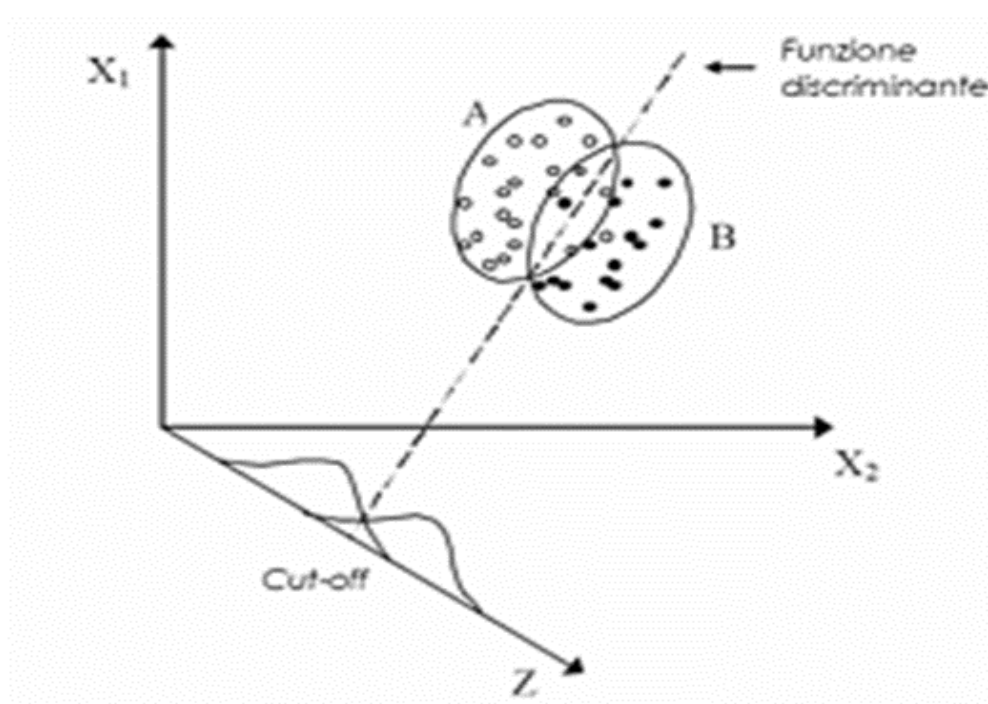


Figura 4: Rappresentazione analisi discriminante

Fonte: F. VARETTO, G. SZEGO, *Il rischio creditizio*, UTET università, 1999

La figura rappresenta un esempio di analisi discriminante nel caso più semplice, ovvero ci sono solo due categorie di imprese, affidabili (A) e insolventi (B), e sono presenti unicamente due variabili discriminanti, X1 e X2.

⁹⁴ Il *Lambda di Wilks* si ottiene dal rapporto tra la somma delle devianze degli score nei due gruppi (imprese sane e imprese anomale) e la devianza totale nel campione.

$$z_i = \sum_{j=1}^n \gamma_j x_{i,j} \qquad \gamma = \sum^{-1}(x_A - x_B)$$

Formula 4: Metodo di calcolo dello score

Fonte: A. RESTI, A. SIRONI, *Rischio e valore nelle banche*, Egea, 2008

Gli score che si ottengono attraverso l'applicazione dell'analisi discriminante sono tali da massimizzare la differenza complessiva tra le due categorie di imprese, affidabili e insolventi. Successivamente, una volta calcolati gli score relativi alle singole imprese, si procederà a definire il c.d. *cut-off point*, ovvero la soglia che ci permette di individuare il confine tra imprese affidabili ed insolventi.

$$\alpha = \frac{z_A + z_B}{2}$$

Formula 5: Cut-off point

Fonte: A. RESTI, A. SIRONI, *Rischio e valore nelle banche*, Egea, 2008

Calcolato il cut-off point e gli score relativi alle singole imprese, possiamo procedere al calcolo della probabilità di default associata alle singole imprese.

$$PD = \frac{1}{1 + \frac{1 - \pi_B}{\pi_B} * e^{z_i - \alpha}}$$

Formula 6: Probabilità di default

Fonte: A. RESTI, A. SIRONI, *Rischio e valore nelle banche*, Egea, 2008

π indica la probabilità di default a priori, ovvero la probabilità di default che non è associata alla singola impresa, ma relativa a cause generali che potrebbero portare al default l'impresa.

z_i indica lo score relativo alla singola impresa che si ottiene attraverso l'analisi discriminante lineare.

α indica il c.d. cut-off point, ovvero il punto al di sopra del quale l'impresa viene considerata come insolvente.

Dalla formula si può facilmente intuire che maggiore è il valore dello score associato alla singola impresa, minore sarà la sua probabilità di default.

2.5.1.2 I modelli di regressione lineare

Il modello di regressione lineare studia le variabili discriminanti che portano l'impresa al default. Le variabili discriminanti vengono pesate attraverso la regressione lineare. Inizialmente, in maniera completamente analoga a quanto avviene per l'analisi discriminante vengono selezionate le variabili discriminanti (indici finanziari) che saranno utilizzate nel modello. Successivamente, attraverso l'approccio dei minimi quadrati viene calcolata la probabilità di default.

$$PD = \alpha + \sum_{j=1}^m \beta_j x_{i,j} + \varepsilon_i$$

Formula 7: Calcolo della PD attraverso il modello della regressione lineare semplice

Fonte: A. RESTI, A. SIRONI, *Rischio e valore nelle banche*, Egea, 2008

Il modello di regressione lineare, una volta individuate le variabili discriminanti, risulta piuttosto semplice da applicare. Nonostante questo, presenta un problema significativo, ovvero i valori delle probabilità di default, che si ottengono attraverso l'applicazione di questo modello, possono essere inferiori a 0 e superiori a 100. Essendo PD una probabilità, valori inferiori a 0 o superiori a 100, non possono essere accettati a livello statistico, poiché non assumono alcun significato. Questo è il motivo per cui viene introdotto il modello logit, attraverso il quale, il modello di regressione lineare semplice, viene corretto con una trasformazione esponenziale.

$$y_i = \frac{1}{1 + e^{-\alpha - \sum \beta x}} + \varepsilon_i$$

Formula 8: Modello logit

Fonte: A. RESTI, A. SIRONI, *Rischio e valore nelle banche*, Egea, 2008

Il problema emerso in precedenza con l'applicazione del modello di regressione lineare semplice, ovvero la possibilità che si ottengano valori inferiori a 0 o superiori a 100, viene risolto con l'introduzione del modello logit. In questo specifico caso, il codominio è limitato all'interno dell'intervallo (0,1), quindi tutti i valori che si ottengono dall'applicazione del modello sono significativi a livello statistico.

2.6 Il processo di “validazione” del rating

Le agenzie di rating e gli istituti bancari, terminato il processo di assegnazione del rating, dovranno verificare che il giudizio espresso, sui soggetti valutati, ex ante sia effettivamente coerente con quanto si manifesta ex post. In generale, il processo di *rating validation* ha assunto notevole importanza con l'introduzione di Basilea II riguardo i criteri di adeguatezza patrimoniale che le banche devono rispettare. Infatti, i metodi di calcolo interni utilizzati dalle banche al fine di assegnare il rating ad un soggetto, devono essere validati dalle autorità di vigilanza. Il processo di rating validation si pone come obiettivo principale quello di verificare la qualità e l'efficacia, attraverso analisi periodiche, di un sistema di rating. È possibile individuare una serie di aspetti qualitativi che ci permettono di verificare la correttezza dei ratings emessi:

- La probabilità di default deve essere crescente al peggioramento del rating assegnato.
- La percentuale di soggetti valutati all'interno di una classe, da un anno all'altro, deve essere sufficientemente alta.
- I tassi di migrazione verso classi di rating adiacenti dovrebbero essere più elevati rispetto ai tassi di migrazione verso classi di rating distanti.
- I soggetti divenuti insolventi dovevano essere collocati in una classe di rating estremamente bassa già da tempo.

2.6.1 La contingency table

Uno dei metodi principalmente utilizzati per verificare la capacità discriminante di un modello di rating è la contingency table. Questo strumento trova applicazione attraverso l'uso di una matrice, nella quale è possibile verificare se gli eventi, previsti ex ante, trovano reale manifestazione ex post. La contingency table prevede che venga individuato un valore del rating cut-off “k”: al di sopra del quale i soggetti valutati siano considerati solventi; al di sotto del quale i soggetti valutati siano considerati in default.

Rating	Debitore	
	Default	Non default
Inferiore a “k”	Valutazione corretta	Valutazione errata (errore di II° tipo)
Superiore a “k”	Valutazione errata (errore di I° tipo)	Valutazione corretta

Tabella 4: Contingency table

Fonte: A. RESTI, A. SIRONI, *Rischio e valore nelle banche*, Egea, 2008

Interpretazione della tabella:

- Se il rating assegnato ex ante è inferiore a “k” ed ex post il debitore è in default, la valutazione compiuta si è verificata corretta.
- Se il rating assegnato ex ante è inferiore a “k” ed ex post il debitore non è in default, la valutazione compiuta si è verificata errata. Il soggetto valutato è stato erroneamente classificato nella categoria “default” quando in realtà è solvente. (Errore di II° tipo).
- Se il rating assegnato ex ante è superiore a “k” ed ex post il debitore non è il default, la valutazione compiuta si è verificata corretta.
- Se il rating assegnato ex ante è superiore a “k” ed ex post il debitore è in default, la valutazione compiuta si è verificata errata. Il soggetto valutato è stato classificato nella categoria “non default” quando in realtà è insolvente. (Errore di I° tipo).

In generale, per le agenzie di rating e gli istituti bancari, risulta essere particolarmente gravoso, in termini economici, l’errore di I° tipo. In tal caso, le agenzie di rating e gli istituti bancari, dovranno far fronte a costi dovuti alle mancate entrate relative alla restituzione del capitale ed il pagamento degli interessi, poiché il debitore si è manifestato, ex post, insolvente. Al contrario, nel caso si manifesti un errore del II° tipo, le agenzie di rating e gli istituti bancari possono definire l’errore commesso come un “mancato guadagno”. Infatti, il soggetto valutato viene rifiutato, poiché considerato eccessivamente rischioso, quando in realtà, ex post, si è manifestato solvente.

L’applicazione di questo strumento di verifica avviene unicamente nel caso in cui si stiano studiando modelli di rating estremamente basilari, poiché, come si evince dalla tabella, il comportamento del debitore può essere definito unicamente in maniera binaria (default/non default), quando in realtà, il comportamento può assumere moltissime diverse sfaccettature.

2.6.2 La curva CAP

La curva CAP (Cumulative Accuracy Ratio) ⁹⁵ è un indice di performance utilizzato dalle agenzie di rating e dalle autorità di vigilanza per verificare la qualità di un sistema di rating.

Per disegnare la curva CAP ⁹⁶ è necessario che i soggetti valutati dalle agenzie di rating vengano ordinati per livello di rischio, dal più rischioso al più sicuro.

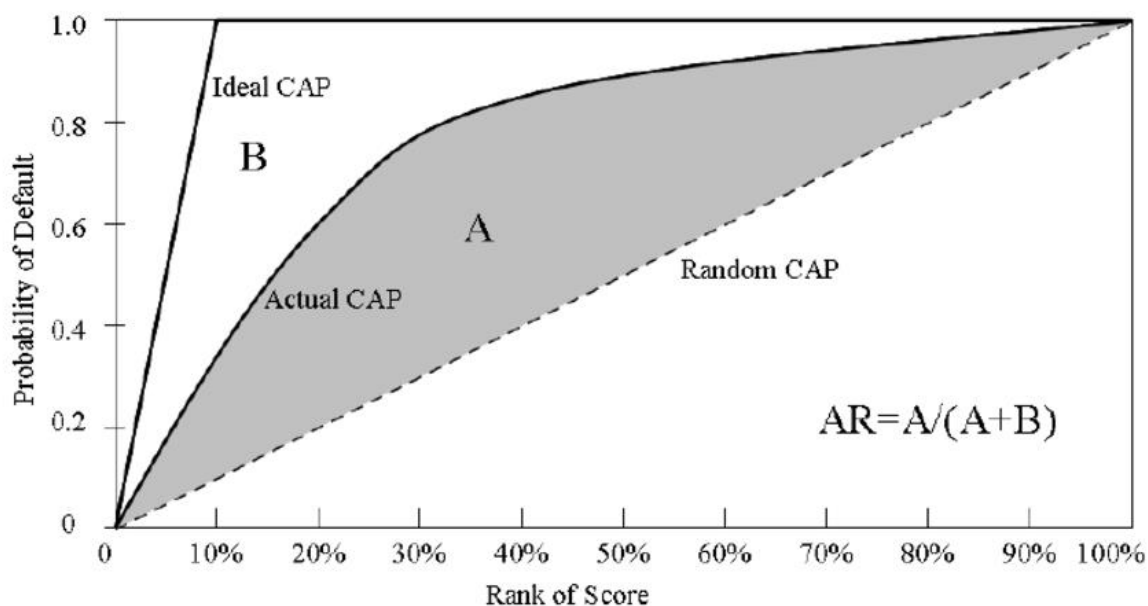


Figura 5: Curva CAP

Fonte: researchgate.net

Sull'asse delle ascisse viene rappresentato il numero di imprese considerate; mentre, sull'asse delle ordinate il numero di imprese risultate insolventi. Dal grafico è possibile ricavare un indice di performance noto come "accuracy ratio", la cui applicazione fornisce valori compresi tra zero ed uno. Più il valore del rapporto si avvicina ad uno, maggiore è il potere discriminante del modello di rating adottato. L'indice di performance, ovvero l'Accuracy Ratio, è calcolato come rapporto tra:

- L'area compresa tra la curva del sistema reale e la curva casuale (A).
- L'area compresa tra la curva ideale e la curva casuale (A+B).

$$AR = \frac{A}{A + B}$$

Formula 9: Accuracy Ratio (AR)

Fonte: A. RESTI, A. SIRONI, *Rischio e valore nelle banche*, Egea, 2008

⁹⁵ Anche nota come *curva di Gini*.

⁹⁶ La *curva CAP* è conosciuta anche come "*power curve*", poiché mostra quanto sia efficace un sistema di rating nel rilevare i default all'interno del campione valutato.

2.6.3 La curva ROC

Un altro strumento utilizzato per verificare l'efficacia dei modelli di rating è la curva ROC (Receiver Operating Characteristic). Questo metodo consiste in una tecnica statistica, adottata anche in campi diversi dalla finanza, per misurare l'accuratezza e la qualità di un modello previsionale ⁹⁷. Da un punto di vista finanziario, il grafico, attraverso l'analisi degli errori compiuti, ci permette di separare i “buoni” debitori dai “cattivi” debitori.

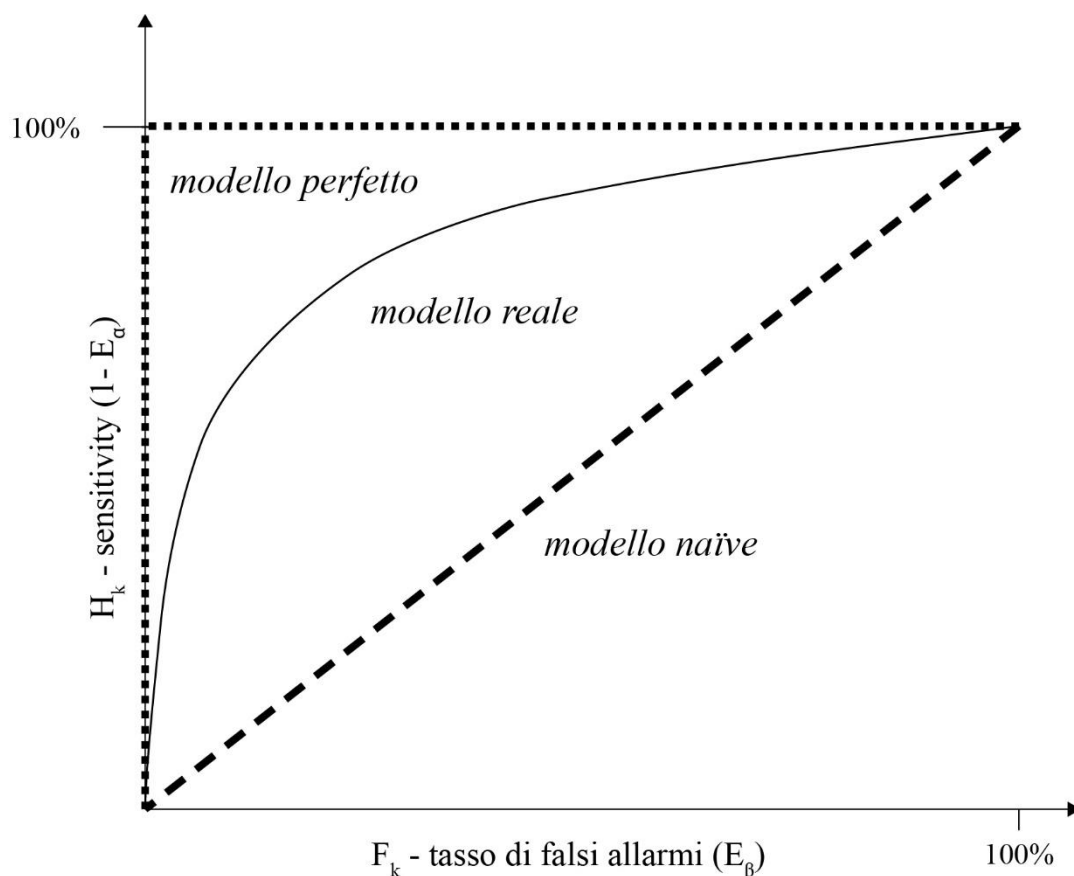


Figura 6: Curva ROC

Fonte: A. RESTI, A. SIRONI, *Rischio e valore nelle banche*, Egea, 2008

Sull'asse delle ascisse è espresso il tasso di falsi allarmi, ovvero la percentuale di imprese sane erroneamente valutate come insolventi; mentre, sull'asse delle ordinate è indicata la sensitivity, cioè la percentuale di imprese effettivamente individuate come insolventi. Ovviamente il modello di rating sarà considerato migliore dal momento che la percentuale di falsi allarmi è minima, mentre la sensitivity è massima. Quindi, possiamo concludere che maggiore è l'inclinazione della curva, migliore è considerato il modello di rating. L'area sottostante la curva ROC è definita Area Under the ROC curve (AUROC) ed esprime, in termini percentuali, la capacità del modello di rating di classificare correttamente i soggetti solventi e insolventi.

⁹⁷ La curva ROC è spesso utilizzata anche in campo medico per verificare l'adeguatezza di un test diagnostico.

3. Normativa e regolamentazione delle agenzie di rating

Nello scenario mondiale attuale, le agenzie di rating detengono un potere enorme, avendo la capacità/possibilità di indirizzare gli investimenti attraverso la pubblicazione di giudizi su società emittenti. Per questo motivo, è fondamentale che il legislatore cerchi il più possibile di regolamentarne l'operato. Inoltre, a causa delle crisi finanziarie dei mutui subprime e dei debiti sovrani, in cui le agenzie di rating hanno svolto un ruolo determinante, la normativa è stata necessariamente aggiornata al fine di evitare che eventi di tale portata catastrofica per il mondo finanziario si ripetessero in futuro. Per di più, con l'introduzione dei rating sovrani, le agenzie di rating hanno il potere di declassare interi Paesi, il che comporta un legame strettissimo tra finanza e politica. In questo caso, è ancor di più necessario, che il legislatore intervenga introducendo delle normative in merito alle agenzie di rating. Quindi, l'obiettivo di questo capitolo è: da un lato, quello di cercare di capire come e dove la regolamentazione impatta sulle agenzie di rating; dall'altro, capire se possono essere imputate alle agenzie di rating una serie di responsabilità, oppure se il giudizio che queste esprimono può essere paragonato ad una mera opinione, priva di qualsiasi responsabilità.

3.1 I primi interventi normativi

Inizialmente, come visto nelle prime pagine dell'elaborato ⁹⁸, il rating si sviluppò e prese piede principalmente negli USA, non a caso le big three sono tutte e tre agenzie di rating statunitensi. Al contrario, in Europa l'attività svolta dalle agenzie di rating si è sviluppata molti anni dopo. In generale, il principio alla base del sistema economico riguardante le agenzie di rating era quello del *laissez-faire* ⁹⁹, in cui si assisteva alla prevalenza della *deregulation* ¹⁰⁰ ed all'applicazione di principi di *soft law* ¹⁰¹. Lo scenario mondiale, prima che si sviluppasse definitivamente la regolamentazione sulle agenzie di rating, rimanda fortemente all'ideale di A. Smith. In tale contesto, secondo Smith, il mercato è governato dalla c.d. mano invisibile ¹⁰², ovvero una metafora che sta ad indicare che i mercati tendono all'equilibrio autonomamente e spontaneamente, attraverso il libero incontro tra domanda e offerta, quindi, senza che sia necessario l'intervento di Stati e/o governi.

3.1.1 Gli sviluppi regolamentari negli USA

Prima degli anni '30, negli USA, il mercato delle agenzie di rating era completamente deregolamentato. Il modello di business utilizzato allora era l'investor pay ¹⁰³, in cui gli investitori pagavano le agenzie di rating per ricevere informazioni riguardo uno strumento di debito o una società emittente. Le agenzie di rating si limitavano a ricercare informazioni rilevanti, compiere analisi e successivamente emettere un giudizio, che non aveva alcun valore regolamentare.

Con la crisi del '29, nota come Crollo di Wall Street ¹⁰⁴, si iniziarono ad introdurre assetti regolatori nell'ambito delle agenzie di rating. Il primo evento a riguardo fu il decreto emesso dalla SEC ¹⁰⁵, nel 1936, secondo cui

⁹⁸ Vedi paragrafo 1.2.

⁹⁹ Il *laissez-faire* è un principio economico che può essere associato al liberalismo economico. Secondo tale principio si prevede che non vi sia l'intervento degli Stati in ambito economico, ma sarà il mercato ad autoregolarsi.

¹⁰⁰ La *deregulation* è il processo economico secondo cui Stati e governi diminuiscono al minimo, o addirittura eliminano, ogni tipo di controllo sul mercato e lasciano che questo si governi autonomamente attraverso l'incontro tra domanda e offerta.

¹⁰¹ Il termine *soft law* è utilizzato prevalentemente in ambito giuridico ed è utilizzato come antitesi di *hard law*. La traduzione letterale del termine, ovvero "legge debole" ci aiuta a definirne le caratteristiche peculiari. In generale, contrariamente a quanto avviene per le *hard law*, la *soft law* non costituisce l'esito di una formale procedura di produzione normativa attivata da un ordinamento giuridico;

Cfr. V. LEMMA, *Soft law e regolazione finanziaria*, in Nuova giur. civ. comm., p.600 e ss., 2006.

¹⁰² Il tema della mano invisibile può svilupparsi nella celebre opera di A. Smith "An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations" 1776.

¹⁰³ Vedi paragrafo 1.4.

¹⁰⁴ Cfr. F. CAPRIGLIONE, *Manuale di diritto bancario e finanziario*, Saggi e monografie di diritto dell'economia, Collana diretta da Francesco Capriglione, Wolters Kluwer, Cedam, pp. 48 e ss., 2015.

¹⁰⁵ La *Securities and Exchange Commission* (SEC) è la massima autorità degli Stati Uniti nella regolamentazione degli scambi e dei titoli societari. L'ente fu fondato dal presidente F.D. Roosevelt nel 1934, all'indomani della crisi del '29. Qualsiasi società intenda

vennero imposti dei limiti alle banche, le quali non potevano acquistare un eccessivo numero di obbligazioni che non avevano ricevuto un rating pari o superiore all'investment grade, da almeno due diverse agenzie di rating. Dalla crisi del '29 e per i successivi quattro decenni non vi furono importanti novità da registrare.

Nel 1973 si assistette ad un cambiamento sostanziale per quanto riguarda la regolamentazione sul rating. Infatti, la SEC, per la prima volta, introdusse, per le imprese di investimento, dei requisiti minimi di capitale da detenere in base alla rischiosità dei titoli presenti in portafoglio. Per determinare la rischiosità di questi titoli si fece ricorso al rating emesso dalle agenzie. Non tutti i ratings emessi dalle agenzie venivano presi in considerazione. Infatti, venivano utilizzati ai fini regolamentari unicamente i ratings emessi dalle agenzie che rientravano nella categoria delle "Nationally Recognized Statistical Rating Organization" (NRSRO) ed erano preventivamente segnalate dalla SEC. I criteri secondo cui la SEC determinava l'ingresso di un'agenzia di rating nel NRSRO, inizialmente, non furono espressi in maniera esplicita e per molti anni la categoria delle NRSRO fu composta unicamente dalle big three (S&P's, Moody's, Fitch).

Il primo vero grande evento in ambito di disciplina regolamentare delle agenzie di rating avvenne nel 2006 con l'approvazione del Credit Rating Agencies Reform Act (CRARA). Il principale obiettivo di questa riforma fu quello di cercare di migliorare la qualità dei ratings emessi così da tutelare maggiormente gli investitori. Inoltre, vennero affidati alla SEC precisi poteri in merito alla vigilanza ed alla regolamentazione delle agenzie di rating. Nonostante ciò, i metodi ed i modelli statistico-matematici adottati dalle agenzie di rating al fine di emettere il giudizio non furono sottoposti a specifici obblighi regolamentari. Possiamo, quindi, concludere che le autorità di vigilanza sono intervenute con lo scopo di introdurre una regolamentazione sul rating, senza però alterare eccessivamente l'autonomia delle agenzie. Inizialmente, come già detto, era facoltà esclusiva della SEC selezionare le agenzie di rating che potevano rientrare a far parte delle NRSRO. La particolarità di suddetto scenario risiede nel fatto che non erano minimamente definiti i criteri alla base dei quali un'agenzia poteva rientrare nella categoria delle NRSRO. Con l'introduzione del CRARA, una delle principali novità apportate, fu la definizione di un procedimento oggettivo e puntuale attraverso cui qualsiasi agenzia, che rispettava determinate condizioni, poteva rientrare nel NRSRO. Un altro intento che si pose il legislatore americano con l'approvazione del CRARA, fu quello di aumentare la concorrenza nel settore delle agenzie di rating. Questo obiettivo, però, non fu portato effettivamente a termine, poiché il mercato delle agenzie di rating rimase a tutti gli effetti un oligopolio, in cui le tre sorelle ¹⁰⁶ continuarono a detenere quote enormi di mercato in confronto ai competitors.

vendere azioni, nel mercato americano, agli investitori dovrà preventivamente ottenere l'autorizzazione della SEC. La suddetta autorità, con le dovute precisazioni, può essere paragonata alla CONSOB italiana.

¹⁰⁶ Accezione utilizzata nell'ambito delle agenzie di rating per indicare S&P's, Moody's e Fitch.

Un altro fondamentale evento regolamentare che coinvolse le agenzie di rating fu il Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act. La suddetta legge, promulgata da Obama nel 2010, in particolare al titolo IX, sottotitolo C (Improvements to the Regulations of Credit Rating Agencies ¹⁰⁷) annovera importanti e numerose riforme sulle agenzie di rating. Tra le principali novità va sicuramente sottolineato il tema relativo alla responsabilità civile riconosciuta in capo alle agenzie di rating ¹⁰⁸.

3.1.2 Gli sviluppi regolamentari in Europa

Inizialmente, il mercato europeo in cui le agenzie di rating operavano era totalmente privo di regolamentazione. Uno dei presunti motivi per cui il processo di regolamentazione delle agenzie di rating avvenne in Europa molti anni dopo rispetto agli USA, va rintracciato nel fatto che fino all'introduzione dell'euro (1999), il mercato obbligazionario europeo non era sufficientemente grande. Dato emblematico a riguardo è la Comunicazione della Commissione 2006/C ¹⁰⁹, la quale aveva rifiutato la proposta del Parlamento Europeo di regolamentare il sistema di funzionamento dei ratings. Infatti, fino al 2009, le agenzie di rating subirono unicamente le c.d. "sanzioni dal mercato", ovvero, la perdita di reputazione, e di conseguenza quote di mercato, a causa dell'emissione di ratings che si rivelavano sbagliati.

Successivamente, anche e soprattutto a causa della crisi dei mutui subprime, il legislatore europeo decise di intervenire, cercando di introdurre una regolamentazione che coinvolgesse le agenzie di rating. Il primo fondamentale evento normativo europeo che riguardava le agenzie di rating fu il Regolamento CE n.1060/2009 del Parlamento europeo. Successivamente questo Regolamento fu riesaminato ed aggiornato con il Regolamento UE n.513/2011. Infine, altro evento regolamentare di fondamentale importanza fu il Regolamento UE n.462/2013, anch'esso un'integrazione che apporta delle modifiche al Regolamento CE n.1060/2009.

¹⁰⁷ Cfr. P. GILA e M. MISCALI, *I signori del rating, Conflitti di interesse e relazioni pericolose delle tre agenzie più temute della finanza globale*, Bollati Boringhieri, 2012, pp. 136 e ss.

¹⁰⁸ Cfr. SEC 931 (3): «*Because credit rating agencies perform evaluative and analytical services on behalf of clients, much as other financial "gatekeepers" do, the activities of credit rating agencies are fundamentally commercial in character and should be subject to the same standards of liability and oversight as apply to auditors, securities analysts, and investment bankers*».

SEC 931 (5): «*In the recent financial crisis, the ratings on structured financial products have proven to be inaccurate. This inaccuracy contributed significantly to the mismanagement of risks by financial institutions and investors, which in turn adversely impacted the health of the economy in the United States and around the world. Such inaccuracy necessitates increased accountability on the part of credit rating agencies*».

¹⁰⁹ Per leggere la comunicazione integrale: www.eur-lex.europa.eu

3.1.2.1 Il regolamento CE n. 1060/2009

Il regolamento CE n.1060/2009 fu il primo importante evento regolamentare, che avvenne in Europa, riguardante le agenzie di rating. L'obiettivo di tale Regolamento fu quello di garantire un certo grado di stabilità del sistema finanziario a livello internazionale, così da tutelare maggiormente gli investitori ¹¹⁰ e scongiurare il verificarsi di nuove crisi finanziarie. L'art.1 del suddetto regolamento afferma che *«il presente regolamento introduce un'impostazione regolamentare comune per migliorare l'integrità, la trasparenza, la responsabilità, la buona governance e l'affidabilità delle attività di rating del credito, contribuendo alla qualità dei rating emessi nella Comunità contribuendo così al buon funzionamento del mercato interno e realizzando al contempo un grado elevato di protezione degli investitori. Esso stabilisce le condizioni per l'emissione dei rating e fissa disposizioni in merito all'organizzazione e allo svolgimento delle attività delle agenzie di rating del credito per promuoverne l'indipendenza e la prevenzione dei conflitti di interesse»* ¹¹¹. Dall'articolo emerge chiaramente come l'intento del legislatore europeo sia: da un lato, proteggere l'investitore finale; dall'altro, assicurare un buon funzionamento dei mercati finanziari in generale. Solitamente, queste due caratteristiche sono altamente correlate tra loro. La portata del Regolamento ha carattere generale e sovranazionale, questo al fine di evitare che si possano verificare fenomeni di *forum shopping*, ovvero la collocazione di agenzie di rating in determinati Stati dove si applicano giurisdizioni favorevoli. Si tende, quindi, al raggiungimento, in tale contesto, della c.d. "armonizzazione massima" ¹¹², cioè l'emissione di un regolamento che abbia portata generale e possa essere applicato a tutti gli Stati membri, così da eludere i diversi interventi giurisdizionali ed eliminare qualsiasi tipo di discrezionalità nell'interpretazione. Inoltre, tra le diverse novità introdotte con il nuovo Regolamento vi sono una di serie requisiti organizzativi ed operativi che le agenzie di rating devono obbligatoriamente rispettare. Innanzitutto, il consiglio di amministrazione dovrà essere composto per un terzo da membri indipendenti, i quali non dovranno essere remunerati in base ai risultati che l'agenzia ottiene; questi ultimi potranno rimanere in carica per un periodo massimo di cinque anni non rinnovabili. Sotto il punto di vista dei requisiti operativi, sono previsti per le agenzie di rating una serie di obblighi con l'intento di limitare al massimo i conflitti di interesse.

¹¹⁰ Cfr. M. PELLEGRINI, *Giurisdizione, diritto ed inaccettabile "compensazione sociale"*, nota a Tribunale di Venezia, Sezione distaccata di Chioggia, ordinanza 24 novembre 2005, in *Mondo bancario*, 2005.

¹¹¹ Art.1 Regolamento CE n.1060/2009. www.eur-lex.europa.eu

¹¹² Quando si tratta di direttive, è importante distinguere tra requisiti di armonizzazione minima e massima.

Nel caso di *armonizzazione minima*, una direttiva stabilisce gli standard normativi minimi, spesso riconoscendo il fatto che i sistemi giudiziari in alcuni Paesi dell'UE abbiano già fissato standard normativi più elevati. In questo caso, i paesi dell'UE hanno il diritto di fissare standard normativi più elevati rispetto a quelli previsti dalla direttiva.

Per quanto concerne la *armonizzazione massima*, i paesi dell'UE potrebbero non introdurre norme che siano più rigide rispetto a quelle stabilite nella direttiva. www.eur-lex.europa.eu

3.1.2.1.1 Approfondimento: Obbligo di registrazione delle agenzie di rating

Tutte le agenzie di rating che intendono emettere giudizi all'interno del territorio europeo hanno l'obbligo di registrazione. Questo meccanismo è stato previsto con lo scopo di trasmettere una maggiore fiducia agli investitori presenti sul mercato. Per ottenere la regolare registrazione in qualità di agenzie di rating, quest'ultime devono garantire una serie di obblighi al fine di assicurare: trasparenza, integrità e qualità dei ratings emessi. Non tutti i ratings emessi dalle agenzie possono essere utilizzati dagli intermediari finanziari per valutare la qualità del proprio merito creditizio. Infatti, è espressamente richiesto, all'interno dell'UE, che le agenzie di rating siano regolarmente iscritte affinché il loro giudizio possa essere utilizzato dagli intermediari finanziari a fini regolamentari. Con le modifiche apportate dal Regolamento UE n.513/2011 la competenza in materia di registrazione delle agenzie di rating viene affidata all'ESMA¹¹³. Questa autorità ha il compito di esaminare e valutare le domande relative alla registrazione delle agenzie di rating e, nell'eventualità che queste dovessero essere accettate, aggiornare l'elenco delle agenzie di rating regolarmente abilitate nell'UE¹¹⁴.

Inoltre, sono previsti, in capo alle agenzie di rating, costanti obblighi di comunicazione sulle modalità e metodologie applicate al fine di emettere uno specifico giudizio. Anche in questo caso, il legislatore europeo ha agito con l'intento di proteggere al massimo l'investitore finale, consentendogli di avere accesso alle metodologie di calcolo impiegate dalle agenzie di rating, così da poter compiere un investimento maggiormente consapevole. La regolamentazione ha previsto, altresì, che le informazioni rilevanti da cui le agenzie di rating muovono, ai fini dell'emissione dei propri giudizi, devono necessariamente essere «*di qualità sufficiente e provengano da fonti attendibili*»¹¹⁵.

¹¹³ Regolamento UE n.513/2011 del Parlamento europeo e del Consiglio dell'11 maggio 2011, recante modifica del Regolamento CE n.1060/2009 relativo alle agenzie di rating del credito, considerando (6): «*L'AESFEM dovrebbe essere l'unica responsabile della registrazione e della vigilanza delle agenzie di rating del credito nell'Unione. Laddove deleghi compiti specifici alle autorità competenti, l'AESFEM dovrebbe continuare a esserne giuridicamente responsabile. I capi e il personale delle autorità nazionali competenti dovrebbero essere coinvolti nel processo decisionale in seno all'AESFEM conformemente alle disposizioni interne del regolamento (UE) n. 1095/2010 in quanto membri degli organi dell'AESFEM, ad esempio il suo consiglio delle autorità di vigilanza e i suoi gruppi interni.*

¹¹⁴ Con l'applicazione del Regolamento UE n.513/2011 viene eliminato definitivamente qualsiasi riferimento alla supervisione delle competenti autorità nazionali e al CESR per la domanda di registrazione, precedentemente imposto dal Regolamento CE n.1060/2009. Inoltre, nel considerando n.6 del Regolamento UE n.513/2011 si sottolinea che «*l'AESFEM dovrebbe essere l'unica responsabile della registrazione e della vigilanza delle agenzie di rating del credito dell'Unione. Laddove deleghi compiti specifici alle autorità competenti, l'AESFEM dovrebbe continuare a esserne giuridicamente responsabile. (...) L'AESFEM dovrebbe avere competenza esclusiva per concludere accordi di cooperazione che prevedano lo scambio di informazioni con le autorità di vigilanza di paesi terzi. Le autorità competenti, nella misura in cui partecipano al processo decisionale in seno all'AESFEM o eseguono compiti a nome dell'AESFEM, dovrebbero essere interessate dai suddetti accordi di cooperazione*».

¹¹⁵ Cfr. L. PIANESI, *Le agenzie di rating tra privatizzazioni di funzioni pubbliche opinioni private geneticamente modificate*, in Riv. Trim. dir. Pubbl., 2011, p.179 e ss.

3.1.2.2 Il regolamento UE n. 513/2011

Il Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio n.513/2011 venne approvato con l'idea di superare i limiti emersi dal precedente Regolamento n.1060/2009. Tale nuovo Regolamento è da considerarsi come un'integrazione del precedente ed ha come obiettivi principali:

- Cercare di abbattere il carattere oligopolistico nel mercato delle agenzie di rating, favorendo una maggiore competizione.
- Eliminare definitivamente qualsiasi forma di conflitto di interesse tra società emittenti e agenzie di rating.
- Convincere l'investitore finale che il giudizio emesso dalle agenzie di rating non necessariamente è corretto. Quindi, rendere l'investitore maggiormente consapevole del mercato in cui operano le agenzie di rating.

Successivamente all'emanazione del Regolamento del 2009 è emersa in maniera sempre più chiara ed evidente l'esigenza di individuare un'autorità sovranazionale che possa centralizzare gli aspetti relativi alla vigilanza in merito alle agenzie di rating, ed in generale ai mercati finanziari. Infatti, la Commissione Europea ha affermato che *«la necessità di privilegiare una vigilanza centralizzata a livello UE delle agenzie di rating del credito non poggia solo su ragioni prettamente politiche. Vi sono infatti precise indicazioni concrete che palesano come un simile approccio meglio corrisponda alle modalità operative specifiche di questo settore: I) il servizio di rating è caratterizzato dalla mobilità, in quanto può essere facilmente fornito da diverse località. II) occorre considerare l'impatto transfrontaliero dei rating sugli utenti che si trovano al di là del limite geografico di una particolare giurisdizione»*¹¹⁶.

Con l'introduzione della normativa del 2011 sono stati conferiti enormi poteri all'ESMA¹¹⁷ - attualmente l'ESMA è un'autorità indipendente, istituita nel 2010 con il Regolamento del Parlamento Europeo e del

¹¹⁶ Commissione Europea, Documento di accompagnamento alla proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio recante modifica del Regolamento CE n.1060/2009 relativo alle agenzie di rating del credito, Bruxelles, 2 giugno 2010, SEC (2010), disponibile all'indirizzo: www.eurlex.europa.eu

¹¹⁷ Regolamento UE n.513/2011 del Parlamento europeo e del Consiglio dell'11 maggio 2011, recante modifica del Regolamento CE n.1060/2009 relativo alle agenzie di rating del credito, considerando (11): *«Nel settore delle agenzie di rating del credito, l'AESFEM dovrebbe presentare alla Commissione testi di norme tecniche di regolamentazione riguardanti le informazioni che le agenzie di rating del credito devono fornire nella domanda di registrazione, le informazioni che le agenzie di rating del credito devono fornire ai fini della domanda di certificazione e della valutazione della loro importanza sistemica per la stabilità finanziaria o l'integrità dei mercati, la presentazione delle informazioni che le agenzie di rating del credito devono divulgare, compresi la struttura, il formato, il metodo e il periodo di rendicontazione, riguardanti la valutazione della conformità delle metodologie di rating ai requisiti di cui al regolamento (CE) n. 1060/2009, nonché il contenuto e il formato dei rapporti periodici sui dati del rating che devono essere richiesti alle agenzie ai fini della vigilanza permanente dell'AESFEM. La Commissione dovrebbe omologare i progetti di norme tecniche di regolamentazione per conferire loro valore giuridico vincolante conformemente al regolamento (UE) n. 1095/2010. Nell'elaborare i suoi progetti di norme tecniche di regolamentazione, l'AESFEM esamina gli orientamenti già emessi*

Consiglio UE n.1095/2010, ed è chiamata alla vigilanza nel settore degli strumenti finanziari ¹¹⁸ -, in particolare le sono stati assegnati poteri sanzionatori, che mai, nel mondo delle agenzie di rating, erano stati previsti per nessuna autorità di vigilanza. Infatti, l'art.36 del Regolamento 513/2011 prevede che si applichino delle sanzioni pecuniarie alle agenzie di rating, qualora queste adottino comportamenti negligenti rispetto una delle specifiche violazioni poste all'allegato III° del suddetto articolo. Spetterà all'ESMA individuare comportamenti oggettivamente negligenti o colpevoli messi in atto dalle agenzie di rating.

3.1.2.3 Il regolamento UE n. 462/2013

Un ulteriore passo in avanti per quanto riguarda la regolamentazione delle agenzie di rating è stato compiuto con l'emanazione del Regolamento UE n.462/2013. I principali obiettivi che si prefissava erano:

- Limitare il più possibile il verificarsi di conflitti di interesse tra agenzie di rating e società emittenti.
- Costatare, ex post, la correttezza dei giudizi espressi dalle agenzie di rating.
- Controllare periodicamente le metodologie adottate dalle agenzie di rating, assicurando al mercato che non sono state riscontrate criticità.

Riassumendo, possiamo affermare che lo scopo primario del legislatore europeo era quello di salvaguardare i mercati finanziari in termini generali e proteggere l'investitore ultimo; affinché tutto questo fosse possibile era necessario che le agenzie di rating nel compiere il loro lavoro agissero con estrema trasparenza ed indipendenza.

Un esempio che possiamo riportare per cercare di rendere meglio il concetto riguardante la limitazione dei conflitti di interesse è quello della "rotazione". Con il suddetto Regolamento è stato introdotto un meccanismo di "rotazione" per quanto riguarda gli analisti finanziari delle agenzie di rating in rapporto alle società emittenti. È chiaro che se per diversi anni gli stessi analisti si trovano ad emettere giudizi riguardanti una determinata società, si verranno ad instaurare dei rapporti interpersonali tra management della società ed analisti dell'agenzia di rating. Questo meccanismo potrebbe innescare il verificarsi di conflitti di interesse, in cui gli unici soggetti ad essere gravemente penalizzati saranno gli investitori, i quali non sono minimamente a conoscenza dei rapporti creatisi e quindi faranno un eccessivo affidamento al rating emesso (c.d. over-reliance). Per evitare l'insorgere di questa eventualità è stata predisposta una turnazione di analisti finanziari delle agenzie di rating ogni quattro anni. Questo meccanismo permette di limitare fortemente il verificarsi di conflitti di interesse e allo stesso tempo consente di rendere il mercato maggiormente concorrenziale. Sempre

dal comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari per quanto riguarda il contenuto del regolamento (CE) n. 1060/2009 e, se lo ritiene opportuno e necessario, li aggiorna».

¹¹⁸ European Parliament and European Council, Regulation n.1095/2010, of the European Parliament and of the Council of 24 November 2010, Establishing a European Securities and Markets Authority, 2010. www.eurlex.europa.eu

inerente al tema relativo i conflitti di interesse, è opportuno citare l'art.6 del Regolamento in questione, in cui è previsto un limite, pari al 5%, relativo alla quota azionaria che un investitore può detenere dal momento che decidesse di avere più partecipazioni societarie in diverse agenzie di rating. Questo limite è stato successivamente esteso anche alle società che detenendo quote dell'agenzia di rating, superiori ad una precisa percentuale, hanno la possibilità di influenzarne fortemente l'operato. In base al considerando 24 del Regolamento UE n.462/2013 ¹¹⁹ viene fissata espressamente la soglia del 5%, poiché si ritiene che, al di sopra di tale quota, l'investitore/società possa avere un'eccessiva influenza sulla condotta dell'agenzia di rating.

Un'altra importante novità introdotta con il Regolamento del 2013 riguarda il tentativo, da parte del legislatore, di stimolare ad una maggiore concorrenza il mercato delle agenzie di rating. Infatti, è stato imposto alle società emittenti l'obbligo di ricevere rating da parte di due diverse agenzie. Per di più, poiché con l'introduzione di questo obbligo la quasi totalità delle società emittenti faceva richiesta di rating a due delle big three, mantenendo immutata la concorrenza sul mercato, il legislatore è intervenuto con l'intento di rafforzare il regolamento, introducendo l'obbligo per le società emittenti di essere valutate da almeno un'agenzia di rating che detenesse una quota di mercato inferiore al 10% ¹²⁰. Inoltre, nel 2015, è stata predisposta una piattaforma,

¹¹⁹ Regolamento UE n.462/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio del 21 maggio 2013 che modifica il Regolamento CE n.1060/2009 relativo alle agenzie di rating del credito. Considerando (24): *«L'obiettivo di garantire un grado sufficiente di indipendenza delle agenzie di rating del credito impone che gli investitori non detengano contemporaneamente investimenti pari o superiori al 5% in più di un'agenzia di rating del credito. La direttiva 2004/109/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 dicembre 2004, sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato (1), prevede che chi detiene almeno il 5 % dei diritti di voto di una società quotata sia tenuto a comunicarlo al pubblico, poiché, tra l'altro, gli investitori hanno interesse ad avere informazioni sui cambiamenti nella struttura di voto di tale società. La soglia del 5% è pertanto considerata un livello di partecipazione sufficiente per influenzare la struttura di voto di una società. È pertanto appropriato ricorrere alla soglia del 5% nel quadro della limitazione dell'investimento simultaneo in più di un'agenzia di rating del credito. La misura non può essere considerata sproporzionata, dato che tutte le agenzie di rating del credito registrate nell'Unione sono società non quotate e non sono pertanto soggette alle norme di trasparenza e procedurali che si applicano alle società quotate nell'Unione in conformità della direttiva 2004/109/CE. Spesso le società non quotate sono disciplinate da protocolli o accordi tra azionisti e il numero di azionisti o soci è generalmente contenuto. Di conseguenza, in un'agenzia di rating del credito non quotata anche una posizione minoritaria potrebbe avere una certa influenza. Ciononostante, onde garantire che gli investimenti di carattere puramente economico in agenzie di rating del credito rimangano possibili, tale limitazione ad investire contemporaneamente in più di un'agenzia di rating del credito non dovrebbe essere estesa agli investimenti realizzati attraverso organismi di investimento collettivo gestiti da terzi indipendenti dall'investitore e non soggetti all'influenza dell'investitore».*

¹²⁰ Regolamento UE n.462/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio del 21 maggio 2013 che modifica il Regolamento CE n.1060/2009 relativo alle agenzie di rating del credito. Art.8 quater, doppio rating degli strumenti finanziari strutturati: *«Se un emittente o un terzo collegato intendono sollecitare il rating di uno strumento finanziario strutturato, incaricano almeno due agenzie di rating di fornire rating del credito indipendentemente l'una dall'altra»;*

Art.8 quinquies, ricorso a più agenzie di rating: *«L'emittente o un terzo collegato che intendano incaricare almeno due agenzie per il rating relativo alla stessa emissione o entità considerano di incaricare almeno un'agenzia di rating che detenga una quota di mercato non superiore al 10 % e che possa essere giudicata, dall'emittente o da un terzo collegato, in grado di valutare l'emissione*

la European Rating Platform ¹²¹, a livello europeo, dove vengono pubblicati tutti i ratings emessi dalle agenzie di rating correttamente registrate nell'Unione Europea. Ancora una volta, il tentativo del legislatore fu quello di stimolare il mercato delle agenzie di rating ad una maggiore concorrenza e salvaguardare l'investitore. Infatti, l'investitore finale poteva accedere facilmente alla suddetta piattaforma ed avere un quadro generale dei ratings pubblicati, così da poter compiere delle proprie valutazioni e giungere a scelte di investimento con più consapevolezza.

Un passaggio fondamentale che avvenne a livello europeo, ma che in questa sede ci limiteremo ad analizzare a livello nazionale, riguarda la riduzione di over-reliance da parte degli investitori, istituzionali e retail, al rating ¹²². Troppo spesso nel corso della storia il giudizio emesso dalle agenzie di rating venne dato per certo, quando in realtà, come si è ripetuto più volte nel corso dell'elaborato, il rating è una valutazione prognostica. Questo processo innesca pericolose conseguenze, quali: la mancanza di fiducia da parte degli investitori nei ratings futuri e la completa inconsapevolezza del mercato finanziario da parte degli investitori. In Italia nel luglio del 2013 è stato pubblicato un comunicato stampa, contemporaneamente firmato da: IVASS, COVIP, Banca d'Italia e CONSOB, nel quale veniva chiaramente espresso che «*i destinatari delle comunicazioni dovranno adottare adeguati processi interni di valutazione del merito di credito, che consentano loro di non affidarsi in modo esclusivo o meccanico ai giudizi emessi dalle agenzie di rating*» ¹²³.

In ultimo è necessario analizzare nel dettaglio l'art.8 bis del suddetto Regolamento relativo ai rating sovrani: «*Un'agenzia di rating del credito, tenuto conto dell'articolo 8, paragrafo 5, secondo comma, e conformemente all'allegato I, sezione D, parte III, punto 3, pubblica sul suo sito Internet e trasmette all'AESFEM ogni anno alla fine del mese di dicembre un calendario per i dodici mesi successivi che fissi le date per la pubblicazione di rating sovrani non richiesti e delle prospettive di rating correlate, limitandole a un massimo di tre, nonché le date per la pubblicazione dei rating sovrani richiesti e delle prospettive di rating correlate. Tali date cadono di venerdì*». È imposto alle agenzie di rating un procedimento di calendarizzazione dei rating sovrani, così da avvertire preventivamente gli Stati, onde evitare destabilizzazione dei mercati finanziari.

o l'entità di cui trattasi, a condizione che nell'elenco dell'AESFEM di cui al paragrafo 2 sia disponibile un'agenzia per il rating del credito dell'emissione o entità. Qualora l'emittente o un terzo collegato non incarichino almeno un'agenzia di rating del credito con una quota di mercato non superiore al 10 %, tale circostanza deve essere documentata».

¹²¹ L'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA) ha lanciato nel 2015 il suo nuovo database, la piattaforma europea di rating (ERP), per fornire accesso gratuito e aggiornato a informazioni sui rating del credito e le prospettive di rating sul suo sito web. L'ERP è un elemento importante del lavoro dell'ESMA, a seguito della crisi finanziaria, per aumentare la trasparenza sui rating del credito e aiutare gli investitori a prendere decisioni informate. Descrizione estratta dal sito: www.esma.europa.eu

¹²² Tale processo può essere riassunto unicamente nella terminologia di “*over-reliance*”, ovvero eccessivo affidamento da parte degli investitori rispetto ai giudizi pubblicati dalle agenzie di rating.

¹²³ CONSOB, Comunicazione n.0062557 del 22/07/2013. Oggetto: *Comunicazione sui doveri di trasparenza e correttezza dei gestori collettivi e i giudizi delle agenzie di rating*, disponibile all'indirizzo www.consob.it/documenti/bollettino2013

In conclusione, analizziamo in maniera dettagliata quali sono gli ambiti di applicazione dei tre Regolamenti sopra esposti. In primis, l'applicazione dei Regolamenti è da riferirsi unicamente alle agenzie di rating che hanno correttamente compiuto le procedure di registrazione presso l'ESMA. Tale procedimento è stato predisposto per la prima volta con il Regolamento CE n.1060/2009 e successivamente modificato con il Regolamento UE n.513/2011. Ottenere la registrazione in qualità di agenzie di rating nell'UE è, tutt'ora, di fondamentale importanza, poiché moltissimi enti (imprese di investimento ¹²⁴, imprese di assicurazione, enti pensionistici, società di gestione del risparmio, società di investimento) possono utilizzare unicamente i ratings emessi dalle agenzie correttamente registrate. Quindi, con la registrazione presso l'ESMA, le agenzie di rating si assicurano un bacino di utenza piuttosto ampio. Inoltre, l'ente responsabile dell'applicazione corretta e puntuale dei Regolamenti a livello europeo è l'ESMA, la quale può demandare parte dei compiti alle autorità di vigilanza nazionali (in Italia questa autorità è rappresentata dalla CONSOB), ciò nonostante le responsabilità restano in capo all'ESMA. È necessario, al fine di assicurare un corretto funzionamento dei mercati finanziari, che tra le diverse autorità nazionali e sovranazionali vi sia un forte spirito di cooperazione e un continuo scambio di informazioni.

3.1.3 Approfondimento: I rating sovrani

I c.d. rating sovrani ¹²⁵ da parte delle agenzie possono avere un impatto dirompente sul mercato finanziario, poiché, nella peggiore delle ipotesi, possono contribuire al fallimento di uno Stato. Per questo motivo, l'elaborato vuole brevemente soffermarsi sulla questione dei rating sovrani e cercare di chiarire al meglio tutti gli aspetti controversi ¹²⁶.

Introduciamo l'argomento precisando fin da subito che i rating sovrani non sono solicited ratings, ovvero non vengono espressamente richiesti dagli Stati, ma rientrano nella categoria degli usolicited ratings, quindi pubblicati direttamente dalle agenzie di rating. In tal senso il meccanismo di ricompensa che le agenzie di rating ottengono con il modello issuer-pay viene meno. Le componenti del rating sovrano che contribuiscono alla determinazione del giudizio pubblicato dalle agenzie di rating sono innumerevoli. È possibile determinare variabili di natura economico-finanziaria (PIL, bilancia dei pagamenti, debito pubblico), che confluiscono nel c.d. economical score, la cui analisi si fonda su valori quantitativi. Al contempo, è possibile individuare variabili di carattere politico-istituzionale, c.d. political score, le quali influiscono notevolmente sulla stabilità/instabilità del Paese. Attraverso il political score viene assegnato ad ogni Stato, cui le agenzie

¹²⁴ Cfr. M. PELLEGRINI, *Le imprese di investimento*, in AA. VV., *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di Francesco Capriglione, 2012.

¹²⁵ Cfr. R. CANTOR, S. PACKER, *Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings*, in *Economic Policy Review*, vol. 2, p. 37 – 53, 1996.

¹²⁶ Cfr. M. PELLEGRINI, *Banca centrale nazionale e Unione monetaria europea. Il caso italiano*, Cacucci, 2003.

vogliono assegnare un rating, un punteggio da 1 a 6 (da leggere in ottica decrescente) che indica la capacità delle istituzioni di condizionare il rating sovrano, ovvero onorare puntualmente le obbligazioni assunte, saper affrontare eventuali crisi che potrebbero manifestarsi, stabilità delle istituzioni, contesto politico affidabile, etc. Solitamente, alla maggior parte degli Stati, in particolar modo quelli maggiormente sviluppati, viene assegnato un rating piuttosto elevato. Al contrario, i Paesi emergenti sfruttano il medio-basso rating che gli viene assegnato per cercare di attirare maggiori investimenti, poiché il differenziale di rating, rispetto ai Paesi considerati più sviluppati, rende l'investimento più remunerativo in termini economici, sebbene maggiormente rischioso. Le differenze che emergono tra l'economical score ed il political score possono essere paragonate alle differenze tra business risk e financial risk ¹²⁷. L'economical score, così come il financial risk, è una componente che fuoriesce da analisi quantitative, in cui vengono applicati numerosi software e modelli matematico-statistici. Al contrario, il political score, così come il business risk, è una variabile che scaturisce da analisi qualitative, ove risultano essere fondamentali le abilità e le capacità degli analisti di emettere un giudizio sulla base unicamente di informazioni attitudinali.

L'argomento dei rating sovrani è stato già in parte trattato nel corso dell'elaborato quando si è parlato della crisi dei mutui subprime e conseguente crisi dei debiti sovrani. In merito alle crisi è necessario puntualizzare che i forti declassamenti apportati dalle principali agenzie di rating (Standard & Poor's, Moody's e Fitch) sui rating sovrani di alcuni Stati membri dell'Unione Europea, hanno contribuito notevolmente ad incrementare le perdite economiche e hanno creato un clima di instabilità finanziaria generale.

Una delle particolarità che distingue i ratings emessi sulle società emittenti rispetto ai rating sovrani, riguarda il fatto che i rating sovrani vanno ad influenzare, attraverso il c.d. "effetto a cascata", tutti gli operatori finanziari collocati sul territorio. Quanto detto viene dimostrato dall'elevato coefficiente di correlazione che c'è tra l'andamento dei rating sovrani e l'andamento dei rating delle società emittenti situate entro i confini dello Stato. Al contrario, i ratings pubblicati su società emittenti mostrano coefficienti di correlazione tra loro decisamente inferiori.

Definita l'alta correlazione tra rating sovrani e rating relativi a società emittenti, l'ESMA ¹²⁸ ha individuato una serie di good practice ¹²⁹ che le agenzie dovrebbero adottare per garantire l'imparziale e veritiera emissione di rating sovrani:

- Assicurare al team di analisti che dovrà emettere e monitorare i rating sovrani un adeguato e aggiornato contenuto informativo.

¹²⁷ Vedi paragrafo 1.1

¹²⁸ Rapporto dell'ESMA sulla supervisione delle agenzie di rating. Sito: www.esma.europa.eu/supervision/credit-rating-agencies/supervision.

¹²⁹ Il legislatore, oltre al ricorso a forme di "good practice", ha previsto degli articoli specifici per regolamentare i rating sovrani. Si veda, per maggiori dettagli, il paragrafo 3.1.2.3.

- Fornire agli analisti che si occuperanno dei rating sovrani un programma di formazione maggiormente dettagliato e specifico rispetto agli analisti che si occupano di singole società emittenti.
- Predisporre una strategia chiara da mettere in atto qualora dovessero essere compiuti degli errori valutativi sui rating sovrani. Così come per le società emittenti, ma per i rating sovrani ancor di più, è fondamentale, nel caso dovessero esserci degli errori nell'emissione di ratings, cercare di porvi rimedio quanto prima.

Per concludere l'approfondimento sui rating sovrani, l'elaborato si propone di ripercorrere brevemente i principali eventi che hanno portato al default della Grecia ¹³⁰, sempre ponendo sotto la lente di ingrandimento l'operato delle agenzie di rating. I primi segni della crisi vennero a mostrarsi nell'ottobre del 2009 quando il primo ministro G. Papandreou affermò pubblicamente che i bilanci emessi dai precedenti governi furono falsificati. Conseguentemente, le principali agenzie di rating (S&P's, Moody's e Fitch) declassarono il rating sovrano della Grecia, affermando che il Paese si dimostrava altamente instabile in termini di merito creditizio e, così facendo, aprirono le porte agli attacchi degli speculatori. Dopo diversi lunghi e durissimi mesi per la Grecia, attraverso l'istituzione della c.d. "troika" (composta da: Fondo Monetario Europeo, Banca Centrale Europea e Unione Europea), nel 2010, fu emesso il primo dei tre piani di salvataggio, ovvero il "fondo salva stati" (European Financial Stability Fund, EFSF) attraverso cui fu concesso un prestito alla Grecia di 110 miliardi di euro. Successivamente, nel 2011 i leader dell'Eurozona offrirono, alla Grecia, un secondo prestito di salvataggio da 130 miliardi di euro. Chiaramente le principali autorità europee nel concedere tali prestiti, avevano previsto che il Paese adottasse delle rigidissime misure di austerità per cercare di ridurre l'ingente debito pubblico che si era venuto a creare. Nel frattempo, per quanto riguarda le agenzie di rating, l'apice in termini di giudizi emessi sul rating sovrano greco si raggiunse tra fine 2011 ed inizio 2012, quando Moody's e Fitch assegnarono C, mentre S&P's addirittura abbassò il rating a selective default. Infine, le severe misure messe in atto per cercare di ridurre il debito pubblico portarono il Paese al tracollo dal punto di vista politico e sociale, come emerso dalle forti ripercussioni che si ebbero sul piano dell'occupazione e della povertà in generale. Con le elezioni del nuovo leader greco di sinistra, A. Tsipras, lo stato di default si materializzò, infatti la BCE smise di erogare credito alla Bank of Greece ¹³¹.

¹³⁰ La crisi dei debiti sovrani ha comportato il default della Grecia, ma ha colpito duramente anche Irlanda, Spagna, Portogallo e Italia, ovvero i c.d. PIIGS. Tutti e cinque i Paesi citati sono stati gravemente travolti dalla crisi dei debiti sovrani e sono stati vittime di forti attacchi da parte degli speculatori. In particolare, Irlanda e Spagna hanno mostrato bolle speculative sul prezzo degli immobili, mentre, Italia e Portogallo hanno visto crescere in maniera smisurata il proprio debito pubblico.

¹³¹ Cfr. <https://www.internazionale.it/notizie/2015/07/13/crisi-greca-cronologia>

3.2 Le principali autorità di vigilanza

La IOSCO ¹³² (International Organization of Securities Commissions, ossia “Organizzazione Internazionale delle Autorità di controllo dei mercati finanziari”) è un’organizzazione internazionale con sede a Madrid ed è stata fondata nel 1983. Questa è un’entità sovranazionale che ha come obiettivo principale quello di garantire il corretto e l’ordinato funzionamento dei mercati finanziari, attraverso la collaborazione e cooperazione internazionale. I membri affiliati della IOSCO sono innumerevoli ed in forte crescita negli ultimi anni, tra questi vi sono: la CONSOB, la SEC e l’ESMA ¹³³. Da un punto di vista giuridico, la IOSCO è un’organizzazione no profit composta da enti pubblici appartenenti a diversi ordinamenti giuridici. In relazione al tema principale dell’elaborato, questa associazione è stata una delle prime che ha cercato di regolamentare il sistema delle agenzie di rating. Infatti, nel 2004, la IOSCO ha emanato il “Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies” in cui vengono definite le linee guida per le agenzie di rating; tale codice è stato, però, recepito dalle agenzie di rating in via di autoregolamentazione. Infatti, l’adattamento delle agenzie di rating alle direttive IOSCO non è obbligatorio, inoltre, la IOSCO non ha alcun potere sanzionatorio. I regolamenti e le raccomandazioni delineate nel codice di condotta possono applicarsi a qualsiasi ordinamento nazionale, poiché sono principi generali che mirano ad una maggior tutela degli investitori e trasparenza del mercato, il che si traduce in una conoscenza e consapevolezza finanziaria più elevata. Il processo attraverso il quale le agenzie di rating devono recepire le direttive promulgate dalla IOSCO è noto come “complain or explain”, ovvero, di default le agenzie di rating devono adattarsi ai principi indicati dalla IOSCO, se decidono di non farlo dovranno fornire adeguate motivazioni. colpiti

La procedura Lamfalussy ¹³⁴, successivamente aggiornata con l’esecuzione del rapporto de Larosiere del 2009, ha portato alla conclusione che uno dei possibili metodi, se non l’unico, affinché si possano evitare gravi crisi finanziarie è riconducibile alla cooperazione internazionale tra le diverse autorità di vigilanza ¹³⁵. È necessario per il prosieguo dell’elaborato indicare quelle che sono le principali autorità di vigilanza nel sistema europeo:

- European Banking Authority (EBA).
- European Securities and Markets Authority (ESMA).
- European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA).

¹³² Per informazioni dettagliate: www.iosco.org

¹³³ Cfr. V. LEMMA, *La riforma degli intermediari non bancari nella prospettiva di Basilea III*, in *Rivista elettronica di diritto, economia e management*, pp.185 e ss., 2011.

¹³⁴ Cfr. P. BILANCIA, *Il sistema europeo di regolamentazione dei servizi finanziari*, Stem Mucchi Editore, 2008;

F. CIRAIOLO, *Il processo di integrazione del mercato unico dei servizi finanziari dal metodo Lamfalussy alla riforma della vigilanza finanziaria europea*, in *diritto dell’economia*, n.2, 2011.

¹³⁵ Cfr. M. PELLEGRINI, *L’architettura di vertice dell’ordinamento finanziario europeo: funzioni e limiti della supervisione*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, 2012.

Panoramica dei compiti dell'ESMA

Registrazione e attività perimetrali ¹	Quadro di vigilanza		Divulgazione di informazioni
	Valutazione del rischio e pianificazione	Vigilanza	
<ul style="list-style-type: none"> Tutte le CRA stabilite nell'UE devono presentare una domanda di registrazione presso l'ESMA. Le CRA stabilite nei paesi terzi e i cui rating sono utilizzati nell'UE dovrebbero essere certificate dall'ESMA. La registrazione è un processo che prevede due fasi: a) completezza e b) conformità. L'ESMA dovrebbe elaborare progetti di norme tecniche di regolamentazione per quanto riguarda il processo di registrazione. L'ESMA dovrebbe verificare che non vi siano CRA non registrate/certificate che emettono rating del credito nell'UE. 	<ul style="list-style-type: none"> L'ESMA esegue analisi e ricerche di mercato per poter individuare le tendenze e i rischi nel settore delle CRA. L'ESMA effettua una valutazione del rischio sulla base di analisi e conoscenze di mercato acquisite mediante la vigilanza delle CRA. Lo sviluppo di schede di valutazione del rischio per ogni CRA e un quadro operativo generale dei rischi. Sviluppo di un programma di lavoro 	<ul style="list-style-type: none"> L'ESMA è responsabile della vigilanza continuativa delle CRA. L'ESMA monitora le comunicazioni periodiche da parte delle CRA. Il monitoraggio delle notifiche delle CRA riguardanti le modifiche alle loro condizioni iniziali utili alla registrazione. L'ESMA può effettuare un'indagine individuale, tematica o ad hoc nel caso in cui sia stato individuato un rischio di non conformità. Dar seguito alle precedenti indagini e revisioni tematiche. 	<ul style="list-style-type: none"> L'ESMA deve garantire che le CRA divulghino le loro metodologie di rating e le ipotesi principali correlate. L'ESMA gestisce il CEREP (una banca dati pubblica sui risultati in termini di rating). L'ESMA gestisce Socrat (una banca dati interna) con la quale le CRA segnalano ogni mese tutte le azioni di rating.

Figura 7: Principali compiti dell'ESMA

Fonte: Corte dei conti europea, *La vigilanza dell'Unione europea esercitata sulle agenzie di rating del credito è adeguatamente consolidata, ma non ancora del tutto efficace*, Relazione speciale, 2015

È fondamentale che queste autorità di livello sovranazionale collaborino con le singole autorità di vigilanza nazionali, così da garantire un corretto funzionamento dei mercati finanziari e scongiurare l'eventualità che si verifichino nuovamente crisi sistemiche ¹³⁶.

¹³⁶ Cfr. F. CAPRIGLIONE, *European Banking Union, A challenge for a more united Europe*, in *Law and economics yearly review*, pp.5 e ss., 2013.

3.3 La responsabilità delle agenzie di rating

Una volta definite in maniera chiara e puntuale le normative che regolano le agenzie di rating, è opportuno inquadrare il contesto di responsabilità nel quale queste operano. Nei paragrafi successivi sarà presentato innanzitutto un discorso relativo al fatto se il rating debba essere considerato un giudizio con conseguenze legali oppure una mera opinione. Parte della dottrina sostiene che il rating non può essere paragonato ad un articolo editoriale, poiché indirizza le scelte di investimento degli operatori sul mercato. Allo stesso tempo, le agenzie si difendono affermando che il rating da loro emesso non è un'invocazione ad investire in un determinato titolo piuttosto che in un altro, ma semplicemente una rappresentazione del mercato finanziario. Inoltre, viene affrontata la trattazione riguardante la responsabilità contrattuale/extra-contrattuale che intercorre tra le agenzie di rating e investitori/emittenti. È di facile intuizione dedurre che le responsabilità imputabili alle agenzie saranno maggiori nel caso in cui si instauri un rapporto contrattuale con la controparte, al contrario, meno responsabilità saranno addossabili alle agenzie dal momento che gli investitori avranno compiuto scelte di investimento unicamente sulla base di informazioni ottenute dai mezzi di comunicazione finanziaria.

3.3.1 Il rating è da considerarsi una mera opinione?

Per introdurre il tema delle responsabilità, che possono essere attribuite alle agenzie di rating, è necessario capire se il rating porta con sé una serie di oneri oppure se è una semplice opinione. Come abbiamo già spiegato nel corso dell'elaborato, il rating emesso dalle agenzie non è un dato da considerarsi certo, poiché esprime un giudizio su una situazione futura, quindi incerta. Le agenzie di rating sostengono esplicitamente che i giudizi da loro pubblicati sono da considerarsi come mere opinioni, equiparando l'attività di rating al giornalismo, il che ne farebbe conseguire l'applicabilità del principio della libertà di manifestazione del pensiero¹³⁷. Infatti,

¹³⁷ Le agenzie di rating nello svolgimento delle loro attività fanno appello al Primo Emendamento della Costituzione americana: «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» e all'art.21 della Costituzione italiana «Tutti hanno diritto di manifestare liberamente il proprio pensiero con la parola, lo scritto e ogni altro mezzo di diffusione. La stampa non può essere soggetta ad autorizzazioni o censure. Si può procedere a sequestro soltanto per atto motivato dell'autorità giudiziaria [cfr. art.111 c.1] nel caso di delitti, per i quali la legge sulla stampa espressamente lo autorizzi, o nel caso di violazione delle norme che la legge stessa prescriva per l'indicazione dei responsabili. In tali casi, quando vi sia assoluta urgenza e non sia possibile il tempestivo intervento dell'autorità giudiziaria, il sequestro della stampa periodica può essere eseguito da ufficiali di polizia giudiziaria, che devono immediatamente, e non mai oltre ventiquattro ore, fare denuncia all'autorità giudiziaria. Se questa non lo convalida nelle ventiquattro ore successive, il sequestro s'intende revocato e privo d'ogni effetto. La legge può stabilire, con norme di carattere generale, che siano resi noti i mezzi di finanziamento della stampa periodica. Sono vietate le pubblicazioni a stampa, gli spettacoli e tutte le altre manifestazioni contrarie al buon costume. La legge stabilisce provvedimenti adeguati a prevenire e a reprimere le violazioni».

le agenzie di rating fanno spesso ricorso alle c.d. disclaimers, ovvero esclusioni di responsabilità, come emerge anche dal Term of Use del sito di Moody's in cui è espresso chiaramente che: *«Moody's obtains all Materials furnished on the Site from sources believed by it to be accurate and reliable. You expressly agree that the credit ratings and other opinions provided via the Site (a) are, and will be construed solely as, statements of opinion of the relative future credit risk (as defined below) of entities, credit commitments, or debt or debt-like securities and not statements of current or historical fact as to credit worthiness, investment or financial advice, recommendations regarding credit decisions or decisions to purchase, hold or sell any securities, endorsements of the accuracy of any of the data or conclusions, or attempts to independently assess or vouch for the financial condition of any company; (b) do not address any other risk, including but not limited to liquidity risk, market value risk or price volatility; (c) do not take into account your personal objectives, financial situations or needs; and (d) will be weighed, if at all, solely as one factor in any investment or credit decision made by or on behalf of you. Accordingly, you further expressly agree that you will with due care, make your own study and evaluation of each investment decision or security, and of each issuer and guarantor of, and each provider of credit support for, each security or credit that you may consider purchasing, holding, selling, or providing. For the avoidance of doubt, Moody's Materials and opinions may also include quantitative model-based estimates of credit risk and related opinions or commentary published by Moody's Analytics, Inc. Further, you expressly agree that any tools or information made available on the Site are not a substitute for the exercise of independent judgment and expertise. You should always seek the assistance of a professional for advice on investments, tax, the law, or other professional matters. For purposes of this paragraph, Moody's defines "credit risk" as the risk that an entity may not meet its contractual, financial obligations as they come due and any estimated financial loss in the event of default or impairment»*¹³⁸. Da questo esposto appare evidente l'intento dell'agenzia di rating di riconoscere il giudizio emesso come una mera opinione soggettiva e non verificabile nel momento in cui viene espressa.

È stato rimarcato spesso il fatto che le agenzie di rating non devono essere considerate come consulenti finanziari, anzi, esortano gli investitori a farsi accompagnare da soggetti specializzati nel processo di selezione degli investimenti. Infatti, cercano di fornire agli investitori un quadro ampio e dettagliato del contesto finanziario, così da colmare le asimmetrie informative, ma non suggeriscono il alcun modo come impiegare il denaro e su quale società/strumento di debito investire. Dal momento in cui gli analisti finanziari, operanti presso le agenzie di rating, decidano di pubblicare su riviste o giornali finanziari opportunità di investimento convenienti, devono esprimere chiaramente che le loro sono unicamente delle "suggestions". Da queste precisazioni possiamo evincere che l'intento delle agenzie di rating sia unicamente informativo e quindi esse stesse sostengono che non gli dovrebbero essere imputate azioni legali riguardanti la responsabilità dei giudizi espressi. Un possibile caso in cui le agenzie di rating potrebbero essere esposte ad azioni legali riguardanti la responsabilità concerne la messa in atto di comportamenti negligenti. È però estremamente complesso, per la

¹³⁸ Definizione presa dal sito ufficiale di Moody's: <https://www.moody.com/termsfuse>

parte lesa, dimostrare che hanno compiuto azioni negligenti, poiché è necessario, tra l'altro, fornire prove che le azioni compiute dalle agenzie siano state effettuate con malizia. Inoltre, nel caso in cui un'agenzia di rating dovesse essere citata in giudizio, l'onere della prova spetterebbe alla parte lesa, ovvero è compito di quest'ultima dimostrare che sia realmente avvenuto un contatto sociale tra le due parti. A differenza, ad esempio, di un medico in cui risulta evidente il destinatario della prestazione, le agenzie di rating non si rivolgono ad un soggetto specifico ma rendono pubbliche le informazioni sul mercato, quindi chiunque potrebbe avere accesso. È proprio da questo scenario che emerge la criticità secondo cui risulta piuttosto complicato per il danneggiato dimostrare di aver avuto un contatto sociale con una determinata agenzia di rating.

Negli ultimi anni il tema relativo alle responsabilità riconducibili in capo alle agenzie di rating si è leggermente modificato. La situazione è mutata a seconda del ruolo attivo/passivo che le agenzie di rating ricoprono nella valutazione di determinati strumenti di debito. Sempre in merito alla questione della responsabilità riconducibile alle agenzie di rating si è espresso anche il Parlamento europeo secondo cui l'operato delle agenzie di rating non può essere equiparato all'attività giornalistica poiché: *«rating diventano parte del meccanismo di regolamentazione dei mercati finanziari, anche contro l'opinione delle agenzie di rating. La libertà di stampa implica il diritto, da parte del pubblico, di ignorare i pareri espressi nella stampa senza subire conseguenze legali. Ciò non è il caso per quanto riguarda i pareri espressi dalle agenzie di rating dato che il rating della qualità d'investimento costituisce un presupposto fondamentale per poter collocare le proprie obbligazioni presso investitori istituzionali. Inoltre, le agenzie hanno un accesso preferenziale a informazioni privilegiate e devono pertanto essere ritenute responsabili per quanto riguarda l'uso che fanno di siffatte informazioni»*¹³⁹.

La dottrina più volte nel corso degli anni si è dibattuta¹⁴⁰ sull'idea di riconoscere una responsabilità in capo alle agenzie di rating. Il payoff che viene a crearsi attraverso la messa in atto di tale scenario appare piuttosto evidente: da un lato, le agenzie di rating saranno motivate e spronate ad emettere giudizi il più possibile realistici e veritieri, limitando al minimo l'eventualità di conflitti di interesse, poiché, nel caso in cui i giudizi si verificano ex post sbagliati, le agenzie dovranno risarcire la controparte contrattuale; dall'altro lato, è opportuno precisare che l'operato svolto dalle agenzie di rating è di natura "prognostica", quindi soggetto ad elevata imprevedibilità. Se più rating emessi dovessero verificarsi, ex post, scorretti a causa di eventi

¹³⁹ Cfr. Parlamento europeo, Commissione per i problemi economici e monetari, Relazione sul ruolo e i metodi delle agenzie di rating (2003/2081 (INI)), 2004. Tale estratto può essere consultabile all'indirizzo: www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?type=REPORT&reference=A5-2004-0040&language=IT#title2

¹⁴⁰ Cfr. A. M. PACCE, A. ROMANO e A. TROISI, *Agenzie di rating e responsabilità civile: una soluzione «contrattuale»*, Mercato Concorrenza Regole, Il Mulino, 2014.

imprevedibili (vedi Covid-19), le agenzie si troveranno a dover risarcire un numero eccessivamente elevato di controparti e quindi saranno soggette a fallimento.

3.3.2 La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori

Dal paragrafo precedente è emerso chiaramente che in alcuni specifici casi le agenzie di rating hanno delle responsabilità nei confronti degli investitori e degli emittenti. Innanzitutto, soffermiamoci sulle responsabilità verso gli investitori ¹⁴¹. In tal caso è necessario partire da un'analisi puntuale dell'art.35-bis del Regolamento UE n.462/2013 secondo cui: *«Se un'agenzia di rating del credito ha commesso intenzionalmente o per colpa grave una delle violazioni di cui all'allegato III che ha inciso sul rating del credito, l'investitore o l'emittente possono chiedere all'agenzia di rating il risarcimento dei danni subiti a causa della violazione. Un investitore può chiedere il risarcimento dei danni ai sensi del presente articolo qualora provi di aver ragionevolmente riposto affidamento, in conformità dell'articolo 5 bis, paragrafo 1, o in ogni caso con la dovuta diligenza, su un rating del credito per assumere la decisione di investire, detenere o cedere uno strumento finanziario oggetto del rating del credito»* ¹⁴².

La categoria degli investitori, istituzionali ed in particolar modo i retail, fanno forte affidamento ai giudizi espressi dalle agenzie di rating per investire il proprio capitale. Analizziamo nel dettaglio i due scenari che potrebbero verificarsi dal momento che il rating emesso dalle agenzie risulta essere inesatto ex post:

- Rating erroneamente valutato alto. Gli investitori decidono di collocare parte dei propri risparmi in titoli con rating apparentemente alto, ovvero sicuri da un punto di vista del merito creditizio. In questa sezione troviamo solitamente gli investitori che intendono salvaguardare i propri risparmi poiché investono in titoli sicuri che al contempo generano bassi interessi. Chiaramente dal momento che il rating dovesse verificarsi incoerente con quanto espresso dalle agenzie, gli investitori saranno intenzionati a muovere azioni legali di responsabilità.
- Rating erroneamente valutato basso. Gli investitori valutano e conseguentemente concludono di non investire in un determinato titolo/società poiché valutata dal rating eccessivamente rischioso. Solitamente in questa categoria rientrano gli speculatori o gli hedge fund, ovvero coloro che sono disposti ad assumere elevati rischi dai quali potrebbero derivare elevati guadagni in termini di interessi.

¹⁴¹ Cfr. F. CAPRIGLIONE, *Intermediari finanziari, investitori, mercati: il recepimento della MiFID. Profili sistematici*, Cedam, 2008.

¹⁴² Art.35-bis del Regolamento UE n.462/2013, recepito da: http://www.astrid-online.it/static/upload/protected/RegE/RegEU-462_2013_cra.pdf

Già dalla presentazione di questo semplice scenario ¹⁴³ possiamo dedurre che è intenzione dell'agenzia di rating adoperarsi, ovvero impiegare le giuste risorse umane e finanziarie, per far sì che il rating emesso sia il più possibile veritiero e rappresentativo della realtà. Per determinare l'eventualità di una responsabilità riconducibile al giudizio espresso dalle agenzie di rating è necessario definire il rapporto contrattuale/extra contrattuale che intercorre tra l'investitore e l'agenzia stessa ¹⁴⁴. È chiaro che le conseguenze di un rating, verificatosi errato ex post, porta con sé delle conseguenze diverse a seconda che l'investitore abbia deciso di compiere determinate scelte di investimento sulla base di un rapporto contrattuale con l'agenzia piuttosto che abbia compiuto l'investimento unicamente attraverso la lettura dei ratings su uno dei diversi mezzi di comunicazione di massa ¹⁴⁵. Infatti, è espressamente chiarito dal legislatore che le agenzie di rating saranno tenute a risarcire il danno procurato all'investitore quando tra le parti vi è un regolare vincolo contrattuale ¹⁴⁶. Un esempio tipico in cui si viene a creare un rapporto contrattuale tra l'agenzia di rating e l'investitore è il modello investor-pay ¹⁴⁷, secondo cui l'investitore, dietro esborso economico, richiede all'agenzia informazioni relative a determinate società /strumenti di debito. Con la firma del contratto ¹⁴⁸, la situazione giuridica risulta essere facilmente risolta, poiché dal momento che l'agenzia di rating si ritrova ad aver emesso un rating verificatosi inesatto ex post, sarà soggetta, solo in alcuni specifici casi, a responsabilità nei confronti dell'investitore in base all'ex art.1218 del Codice civile ¹⁴⁹. L'investitore dovrà fornire unicamente prova che il contratto è stato concluso regolarmente, spetterà all'agenzia di rating l'onere probatorio. Per procedere con la trattazione è opportuno ricordare che il giudizio espresso dalle agenzie di rating ha natura prognostica, ovvero il giudizio emesso ex ante non necessariamente si verificherà ex post. Inoltre, il rating che le agenzie pubblicano è fondato sulle informazioni che gli analisti ricevono. In merito a quest'ultime, non spetta alle agenzie verificarne la veridicità. Possiamo, quindi, concludere che se le informazioni ricevute dovessero risultare false e/o sbagliate ne conseguirebbe un rating che probabilmente ex post sarà inesatto. Compiute queste premesse è possibile concludere che le agenzie di rating dovranno risarcire il danno, a causa dell'emissione di rating scorretti, solamente nei casi in cui: non hanno adottato un processo valutativo idoneo (rispettando i criteri di: diligenza, trasparenza ed appropriatezza), fossero state coinvolte in conflitti di interesse

¹⁴³ Cfr. G. FACCI, *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, lo scritto è pubblicato in "Contratto e Impresa", 2008.

¹⁴⁴ Cfr. P. LUCANTONI, *La responsabilità contrattuale dell'intermediario per la gestione del portafoglio di investimento in difformità al benchmark indicato dal cliente: l'impatto del recepimento della direttiva Mifid*, in Banca borsa tit. cred., 2009.

¹⁴⁵ Cfr. M. MARIANELLO, *La responsabilità contrattuale dell'agenzia di rating nei confronti del committente*, in Obbligazioni e contratti, 2010.

¹⁴⁶ Cfr. G. ALPA, *Il danno da informazione economica*, in Riv. Not., 1997.

¹⁴⁷ Modello analizzato nel dettaglio nel paragrafo 1.4.

¹⁴⁸ c.d. contratto a titolo oneroso.

¹⁴⁹ Ex art. 1218 Codice civile, responsabilità del debitore, «*Il debitore che non esegue esattamente la prestazione dovuta è tenuto al risarcimento del danno, se non prova che l'inadempimento o il ritardo è stato determinato da impossibilità della prestazione derivante da causa a lui non imputabile*».

o avessero agito con negligenze e/o malizia. Se le agenzie, nell'eventualità che dovessero essere citate in giudizio, fornissero tutte i dati necessari per constatare che ex ante il rating emesso, sulla base delle informazioni ricevute, aveva ragion d'essere, non saranno ritenute colpevoli, quindi non dovranno risarcire il danno all'investitore.

Lo scenario risulta complicarsi notevolmente nel caso in cui l'investitore intenda chiedere il risarcimento del danno dal momento che non vi sia un dichiarato rapporto negoziale, ovvero il rapporto intercorrente tra le parti è completamente astratto¹⁵⁰, cioè l'investitore ha visionato i ratings emessi su titoli/società attraverso la lettura degli innumerevoli canali di informazione finanziaria senza aver avuto alcun contatto diretto con l'agenzia di rating. Con il profilarsi di tale scenario, l'investitore potrebbe richiedere il risarcimento del danno da lui patito, a causa dell'eventuale errore valutativo commesso dall'agenzia di rating su un determinato titolo, quando in realtà la scelta di investimento è stata consigliata da un consulente finanziario. Inoltre, le agenzie di rating sostengono che non possono, e non sono tenute, a risarcire tutti gli investitori, poiché i ratings emessi possono liberamente e gratuitamente circolare tra il pubblico, quindi nel caso in cui l'agenzia dovesse commettere un errore di valutazione, il che può accadere vista la natura estremamente complessa ed imprevedibile del mercato finanziario, ci sarebbero migliaia di investitori che potrebbero richiedere il risarcimento, il che comporterebbe l'immediato fallimento per l'agenzia. In tali casi il legislatore ha deciso di impostare un sistema probatorio dove l'onere della prova spetta all'investitore. La motivazione di tale scelta è da rintracciarsi nell'intento di disincentivare l'eccessivo affidamento, compiuto in particolar modo dagli investitori retail, che moltissimi investitori ripongono nel rating, c.d. over-reliance. Un tale sistema probatorio spinge l'investitore a compiere processi di selezione dell'investimento piuttosto complessi, in termini economici e di tempo, poiché, come appena descritto, l'eventualità che venga riconosciuto il risarcimento del danno nei confronti dell'agenzia di rating è altamente improbabile.

3.3.3 La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli emittenti

Qualsiasi commento inerente alla responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli emittenti, così come fatto per la categoria degli investitori, parte da una minuziosa analisi dell'art.35-bis del Regolamento UE n.462/2013 in cui: *«Se un'agenzia di rating del credito ha commesso intenzionalmente o per colpa grave una delle violazioni di cui all'allegato III che ha inciso sul rating del credito, l'investitore o l'emittente possono chiedere all'agenzia di rating il risarcimento dei danni subiti a causa della violazione. Un emittente può chiedere il risarcimento dei danni ai sensi del presente articolo qualora provi che esso stesso o i propri strumenti finanziari sono oggetto del rating del credito e che la violazione non è stata causata da informazioni*

¹⁵⁰ c.d. contratto a titolo gratuito.

inesatte o fuorvianti fornite dall'emittente all'agenzia di rating del credito, direttamente o tramite informazioni pubblicamente accessibili».

Per quanto riguarda la responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli emittenti, la situazione assume connotati estremamente diversi dal momento che si tratti di solicited rating o unsolicited ratings¹⁵¹. Nel caso in cui il rating sia sollecitato direttamente dalla società emittente, la situazione si risolve in modo piuttosto agevole. Non è un caso che nel corso della storia sono estremamente rari gli episodi in cui le due parti si sono trovate, l'una contro l'altra, in giudizio. Questo perché, con l'applicazione del modello issuer-pay, in cui la società stessa richiede di essere valutata, il processo di pubblicazione del rating termina unicamente con la conferma da parte della società. Se l'agenzia di rating valuta una società e quest'ultima crede che il rating assegnato sia eccessivamente basso, può fornire all'agenzia nuova informazione così da condizionare la revisione del rating¹⁵². Tale procedimento avviene all'oscuro del mercato e la pubblicazione del rating avverrà solo nel momento in cui la società approva la sua emissione. Di conseguenza è altamente improbabile che la società emittente intenda muovere azioni legali nei confronti dell'agenzia di rating, poiché è stata essa stessa a dare conferma della pubblicazione del rating.

La situazione risulta essere diametralmente opposta nel caso in cui si tratti di unsolicited ratings. In tal caso, l'agenzia di rating pubblicherà un giudizio su una determinata società emittente senza che tra le due parti vi sia un dichiarato vincolo contrattuale. Dato che la tipologia di rapporto intercorrente tra l'agenzia di rating e la società emittente è a tutti gli effetti da considerarsi extra contrattuale, visto che tra le due parti non vi è alcun tipo di contatto, vi sarà applicato, in termini di responsabilità, l'art.2043 del Codice civile¹⁵³, ovvero il risarcimento per fatto illecito. Affinché l'emittente possa essere effettivamente risarcito del danno da responsabilità imputabile all'agenzia di rating, dovrà provare che:

- L'agenzia di rating ha commesso una delle violazioni presenti nell'Allegato III del Regolamento CE n.1060/2009¹⁵⁴.
- La violazione commessa dall'agenzia di rating è stata compiuta per negligenza e/o con malizia.
- La violazione messa in atto dall'agenzia di rating ha effettivamente influenzato il rating emesso.

Quando si parla di unsolicited ratings, l'agenzia di rating e la società emittente non hanno alcun contatto, quindi il processo di eventuale upgrading, che può avvenire nel caso in cui la società conferisca all'agenzia nuova informazione, è da escludere a priori. Nel corso della storia si sono verificati diversi episodi in cui una

¹⁵¹ Vedi paragrafo 1.4.1

¹⁵² Chiaramente quando questo scenario dovesse verificarsi, l'intento della società emittente è quello di fornire informazione aggiuntiva all'agenzia di rating con l'intento di sollecitare un upgrading.

¹⁵³ Art.2043 del Codice civile, risarcimento per fatto illecito, afferma che: «*Qualunque fatto doloso o colposo, che cagiona ad altri un danno ingiusto, obbliga colui che ha commesso il fatto a risarcire il danno*».

¹⁵⁴ Vedi paragrafo 3.1.2.1.

volta pubblicato il rating, attraverso il processo *unsolicited*, la società emittente ha accusato l'agenzia di "denigrazione finanziaria"¹⁵⁵, ovvero l'agenzia attraverso la pubblicazione del rating, non espressamente richiesto, ha messo la società in cattiva luce agli occhi del mercato¹⁵⁶.

3.3.4 Come quantificare il danno?

Nei paragrafi precedenti l'elaborato ha cercato di fornire una trattazione esaustiva sul tema delle responsabilità che competono alle agenzie di rating nei confronti di investitori ed emittenti. Riconosciute le responsabilità in capo alle agenzie è necessario quantificare il danno che queste dovrebbero risarcire alla parte lesa.

Presentiamo due esempi tipici in cui l'investitore potrà richiedere il risarcimento del danno:

- L'investitore ha compiuto un investimento sulla base dei ratings emessi dall'agenzia, che, *ex post*, si sono rivelati sbagliati, il che ha comportato una perdita economica.
- L'investitore ha deciso di vendere titoli che deteneva nel suo portafoglio a causa di un *downgrading* presentato dall'agenzia, quando, *ex post*, il merito creditizio della società in questione non è effettivamente peggiorato.

I due casi presentati sono situazioni tipiche in cui l'investitore sarà spinto a chiedere un risarcimento del danno nei confronti dell'agenzia di rating su cui ha fatto affidamento. È necessario precisare che le due situazioni esposte differiscono leggermente, poiché:

- Nel primo caso, l'investitore subirà a tutti gli effetti una perdita economica¹⁵⁷ a causa dell'errata valutazione compiuta dall'agenzia di rating.
- Nel secondo caso, l'investitore lamenterà esclusivamente un mancato guadagno¹⁵⁸, ma non una perdita economica, poiché ha deciso di vendere titoli pensando, sulla base delle informazioni fornite dall'agenzia di rating, che questi subissero un *downgrading*, quando in realtà, *ex post*, i titoli sono risultati stabili¹⁵⁹.

¹⁵⁵ Per *denigrazione finanziaria* si intende l'emissione di un giudizio "negativo" da parte di un'agenzia di rating che reca danno ad una società emittente. L'emissione di tale giudizio, non richiesto dalla società (*unsolicited rating*), induce il mercato a credere che la società valutata non sia affidabile sotto il punto di vista del merito creditizio.

¹⁵⁶ Cfr. G. MORINI, *Danni da rating e rimedi a disposizione degli investitori*, pubblicato nel: www.blog.ilcaso.it, 2020.

¹⁵⁷ c.d. "danno emergente".

¹⁵⁸ c.d. "lucro cessante". L. DI DONNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating*, Cedam, 2012.

¹⁵⁹ Cfr. G. GORLA, *Sulla cosiddetta causalità giuridica: "fatto dannoso e conseguenze"*, in Riv. dir. comm. dir. gen. obbl., 1951, pp. E ss. 414-415: «*Il presupposto dell'art. 1223, e della sua applicazione al caso concreto, e che sia già stato risolto il problema della responsabilità (consistente, questa, nel dovere di risarcire i danni) e che si tratti soltanto di stabilire il contenuto della responsabilità; che si sia già stabilito che una persona deve rispondere delle conseguenze di un dato fatto (fonte di danno) e che si tratti di stabilire di quali conseguenze di tal fatto (danni) si debba rispondere*».

La norma che regola il risarcimento del danno, nel caso in cui le due parti (investitore ed agenzia di rating) vi siano legate da un contratto regolare, è prevista dall'art.1223 del Codice civile ¹⁶⁰. Entrando nel dettaglio, con i dovuti riferimenti all'articolo sopra citato, possiamo concludere che il risarcimento del danno dovrà essere corrisposto dall'agenzia di rating all'investitore di un ammontare pari: all'investimento compiuto, nel caso in cui l'investitore ha acquistato titoli, sulla base delle informazioni fornite dall'agenzia di rating, il cui valore si è azzerato; alla differenza tra l'investimento compiuto (valore d'acquisto) ed il valore di mercato del titolo, nel caso in cui il valore di mercato del titolo fosse diminuito. Il danno, in moltissimi altri casi, difficilmente potrà essere monetizzato con precisione, nell'eventualità si ricorre all'art.1226 del Codice civile: *«Se il danno non può essere provato nel suo preciso ammontare, è liquidato dal giudice con valutazione equitativa»*. Infine, sempre in merito alla risarcibilità del danno, è necessario compiere una differenziazione a seconda che l'agenzia di rating abbia un rapporto con un investitore professionale piuttosto che retail. Infatti, come si intuisce facilmente dal termine, l'investitore professionale è un soggetto altamente specializzato in materie finanziarie che è in grado di cogliere sottigliezze e movimenti del mercato, circa, al pari di un analista finanziario. Di conseguenza, l'eventualità del risarcimento del danno e il conseguente ammontare saranno sicuramente sottoposti ad una valutazione maggiormente rigorosa rispetto al caso dell'investitore retail. Per proseguire con l'analisi puntuale sul tema è necessario citare l'art.1227 del Codice civile secondo cui: *«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. Il risarcimento non è dovuto per i danni che il creditore avrebbe potuto evitare usando l'ordinaria diligenza»*. Facciamo un esempio per cercare di comprendere al meglio le differenze riguardo l'ammontare del danno che le agenzie dovranno risarcire a seconda che la controparte contrattuale sia un investitore retail o professionale. Ipotizziamo che due investitori, uno retail e l'altro professionale, abbiano entrambi nel proprio portafoglio lo stesso titolo. Un giorno, una nota rivista economica pubblica una serie di notizie ed indici finanziari riguardanti la società di cui gli investitori detengono i titoli. L'investitore retail presenterà, in quanto tale, diverse criticità nel comprendere al meglio le informazioni pubblicate, quindi aspetterà una revisione da parte dell'agenzia di rating. L'affidamento, c.d. over-reliance, che l'investitore retail ripone nell'agenzia di rating è estremamente alto. Al contrario, l'investitore professionale ha le conoscenze idonee per poter autonomamente comprendere le informazioni pubblicate e di conseguenza prendere una decisione consapevole. Quanto espresso può essere racchiuso attraverso parte del art.1227 quando si afferma: *«il creditore avrebbe potuto evitare usando l'ordinaria diligenza»*. Possiamo, quindi, concludere che nella maggior parte dei casi in cui la giurisprudenza si è pronunciata in materia, gli investitori retail hanno beneficiato di un ammontare economico, rispetto agli investitori professionali, maggiore.

¹⁶⁰ L'art.1223 del Codice civile, risarcimento del danno, afferma che: *«Il risarcimento del danno per l'inadempimento o per il ritardo deve comprendere così la perdita subita dal creditore come il mancato guadagno»*.

In ultimo analizziamo la situazione in cui l'agenzia di rating non abbia effettivamente errato nell'emissione di un rating, ma semplicemente la revisione è avvenuta con un eccessivo ritardo. Anche in tali casi, l'agenzia di rating potrà essere soggetta a risarcibilità del danno nei confronti dell'investitore. È, infatti, espressamente richiesto dall'art.5 del Regolamento CE n.1060/2009 che: *«Un'agenzia di rating del credito controlla i propri rating e li rivede insieme alle metodologie utilizzate, costantemente ed almeno a cadenza annuale, in particolare quando intervengano modifiche significative che potrebbero incidere sul rating del credito. Un'agenzia di rating del credito adotta disposizioni interne finalizzate a sorvegliare l'impatto che le variazioni delle condizioni macroeconomiche o dei mercati finanziari esercitano sui rating»*¹⁶¹.

¹⁶¹ Art.5 del Regolamento CE n.1060/2009 del Parlamento europeo e del Consiglio, 16 settembre 2009, relativo alle agenzie di rating del credito. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32009R1060&from=LV>

4. L'evoluzione della c.d. finanza etica e lo sviluppo delle agenzie di rating ESG

In tempi recenti il tema della sostenibilità ha colpito la maggior parte delle aree di interesse economico, tra cui anche il mondo della finanza ¹⁶². Mentre in passato un investimento veniva preso in considerazione unicamente sotto il punto di vista economico e quindi remunerativo, in termini di guadagni per l'investitore; negli ultimi anni è cresciuto enormemente l'interesse per il tema della sostenibilità. È opportuno precisare fin da subito, per evitare equivoci interpretativi, che per "sostenibilità" in ambito finanziario si intendono tre macroaree, indicate con l'acronimo ESG:

- Ambientale (**Enviromental**). Le politiche messe in atto per contribuire alla sostenibilità ambientale prevedono che si cerchi di ridurre l'inquinamento (aria e acqua), evitare qualsiasi forma di spreco ed in generale minimizzare la produzione di Co2. Affinché ciò possa avvenire è necessario che le imprese adottino misure sempre più *green*. Sicuramente tra i tre elementi che compongono il termine ESG l'aspetto ambientale è quello di maggiore rilevanza. A dimostrazione di quanto detto riportiamo la norma internazionale ISO 14001 ¹⁶³ che prevede un'adesione volontaria da parte delle società e specifica particolari requisiti per quanto riguarda i sistemi di gestione ambientali. Inoltre, a partire dal 2007, moltissimi governi hanno introdotto sul mercato i *green bond* ¹⁶⁴, ovvero strumenti di debito utilizzati dalle società al fine di finanziare progetti che abbiano un qualsiasi tipo di impatto ambientale ¹⁶⁵.

¹⁶² Cfr. M. PELLEGRINI, *Etica e regole di condotta degli intermediari finanziari*, in AA. VV., *Banche ed etica*, a cura di Sabbatelli, 2013.

¹⁶³ Lo Standard ISO 14001 è il punto di riferimento normativo per le società che posseggono un sistema di gestione ambientale. Tale sistema si caratterizza per la messa in atto di politiche ambientali ed in generale per la predisposizione da parte delle società di progetti coerenti con le tematiche ESG. L'adozione di questo particolare standard resta volontaria in capo alle società, le quali potrebbero decidere di aderire per: condurre azioni e progetti nel rispetto dell'ambiente, attirare maggiore capitale poiché risultano agli occhi degli investitori come società coinvolte in politiche a favore della tutela ambientale.

¹⁶⁴ I *green bond* o «obbligazioni verdi» sono strumenti finanziari di recente emissione sul mercato, ma che hanno conosciuto un tasso di crescita straordinario dal 2007 ad oggi. Sono obbligazioni come tutte le altre, la cui emissione è legata a progetti che hanno un impatto positivo per l'ambiente, come l'efficienza energetica, la produzione di energia da fonti pulite, l'uso sostenibile dei terreni. I *green bond* permettono infatti di finanziare vari tipi di progetti con caratteristiche di sostenibilità ambientale, come il trattamento dell'acqua e dei rifiuti, iniziative legate alla prevenzione e controllo dell'inquinamento, infrastrutture per i trasporti, tra cui le ferrovie centrali eoliche e più in generale iniziative legate all'utilizzo sostenibile dell'acqua o all'edilizia eco-compatibile». <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/green-bond-definizione.htm>

¹⁶⁵ Al fianco dei *green bond* recentemente si sono diffusi in maniera esponenziale altri due strumenti finanziari considerati sostenibili: i *social bond* ed i *transition bond*. I "*social bond*" sono degli strumenti finanziari la cui particolarità risiede nel fatto che vengono

Un episodio piuttosto recente che ha visto coinvolto l'aspetto della sostenibilità ambientale riguarda il caso Dieselgate ¹⁶⁶ che ha coinvolto il gruppo Volkswagen nel 2015. In sostanza, l'Agenzia statunitense per la protezione ambientale (United States Environmental Protection Agency, EPA) ha diffuso pubblicamente una comunicazione secondo cui il gruppo Volkswagen aveva installato sulle proprie autovetture dei software per aggirare la normativa sulle emissioni di ossidi di azoto. Dal punto vista strettamente operativo tale denuncia ha comportato la revisione di circa 500 mila autovetture che all'epoca erano in circolo, il che a sua volta, ha causato un forte ribasso del titolo in borsa.

- **Sociale (Social)**. Per sostenibilità sociale si intende la persecuzione dei diritti umani, quindi parità di genere, rapporti instaurati tra le diverse società e condizioni di lavoro. Tale aspetto risulta tra i più difficili da valutare poiché in sostanza cerca di analizzare il contesto sociale interno di una società e, in quanto tale, è particolarmente complesso da recepire per i soggetti esterni. Nella valutazione dell'aspetto sociale rientra anche il c.d. *supply chain*, ovvero le fasi che si susseguono nella catena di montaggio, che vanno dalla produzione del bene/servizio, passando per la vendita, fino ad arrivare al rapporto diretto con il cliente.
- **Governo societario (Governance)**. Per governance sostenibile si considerano tutti gli aspetti derivanti il governo societario, come ad esempio: adottare corrette politiche di controllo e rispettare la normativa vigente senza cercare di eluderla. Inerente al tema del governo societario rientra il concetto di "trasparenza". Infatti, per gli investitori è fondamentale che i manager, o comunque tutti coloro che si occupano della revisione di dati resi pubblici al mercato, operino con estrema trasparenza, al fine di trasmettere fiducia agli stakeholders.

Strettamente legato al tema della finanza sostenibile rientra il concetto di responsabilità sociale delle imprese (Corporate Social Responsibility). I temi della CSR e del ESG sono strettamente interconnessi tra loro, infatti, in entrambi i casi si cerca di porre l'attenzione sul tema degli investimenti che siano, chiaramente da un lato remunerativi in termini economici, ma, dall'altro, perseguano fini etici e di benessere sociale ¹⁶⁷. Sulla base di quanto detto emerge chiaramente come il ruolo del manager di società si complichino notevolmente, infatti, potrebbero configurarsi payoffs del seguente tipo:

- Perseguire investimenti più remunerativi, ma non socialmente idonei.
- Perseguire investimenti meno remunerativi, ma socialmente accettabili.

utilizzati per finanziare opere che abbiano un impatto sociale positivo. I "transition bond" sono obbligazioni che allo scopo di sostenere la transizione energetica verso un modello di business "green".

¹⁶⁶ Le informazioni sono state elaborate dopo la consultazione del sito:
<https://www.repubblica.it/economia/2015/09/22/news/volkswagen>

¹⁶⁷ Parliamo in tal caso di Socially Responsible Investing (SRI), ovvero investimenti che siano certamente remunerativi da un punto di vista del profitto per l'investitore, ma che, allo stesso tempo, perseguano fini socialmente sostenibili.

4.1 Cos'è la finanza etica?

Attualmente non vi è una definizione unanimemente riconosciuta del termine “finanza etica”¹⁶⁸. Una data simbolo per la finanza in generale è il 2008, anno in cui è avvenuto il fallimento della società di investimento Lehman Brothers. L'elaborato intende ricostruire il tema della finanza etica a partire da tale evento poiché si vuole evidenziare immediatamente come attacchi speculativi, che possono portare diversi individui e professionisti del mondo dell'alta finanza ad arricchirsi, possono, allo stesso tempo, innescare gravissime crisi finanziarie, come abbiamo assistito con i mutui subprime ed i debiti sovrani, che hanno ripercussioni sul contesto economico e sociale a livello mondiale.

Al fine di analizzare il tema della finanza etica è utile citare il primo fondo della storia che ha intrapreso investimenti sostenibili. Il Pioneer Fund¹⁶⁹ fu il primo fondo di investimento che decise di escludere dalla lista di possibili investimenti, tutte quelle società che, sulla base di proprie valutazioni, adottavano criteri immorali nello svolgimento delle loro attività. Vennero così a definirsi i c.d. *sin stock*, ovvero tutte quelle azioni strettamente legate a società che offrono servizi/prodotti considerati immorali o privi di etica.

Un evento fondamentale che ha definitivamente segnato il consolidamento della finanza etica fu compiuto nel 2000, quando K. Annan¹⁷⁰ lanciò un'iniziativa, coinvolgendo moltissimi elementi di spicco del mondo finanziario, al fine di redigere delle linee guida per incentivare le società ad intraprendere percorsi che tenessero in considerazione il tema ambientale e sociale. Il progetto si concluse definitivamente nel 2004 e prese il nome di UN Global Compact.

¹⁶⁸ Cfr. F. CAPRIGLIONE, *Etica della finanza mercato globalizzazione*, Cacucci, 2004.

¹⁶⁹ Il Pioneer Fund venne fondato a Boston nel 1928.

¹⁷⁰ All'epoca K. Annan era il segretario generale delle Nazioni Unite.

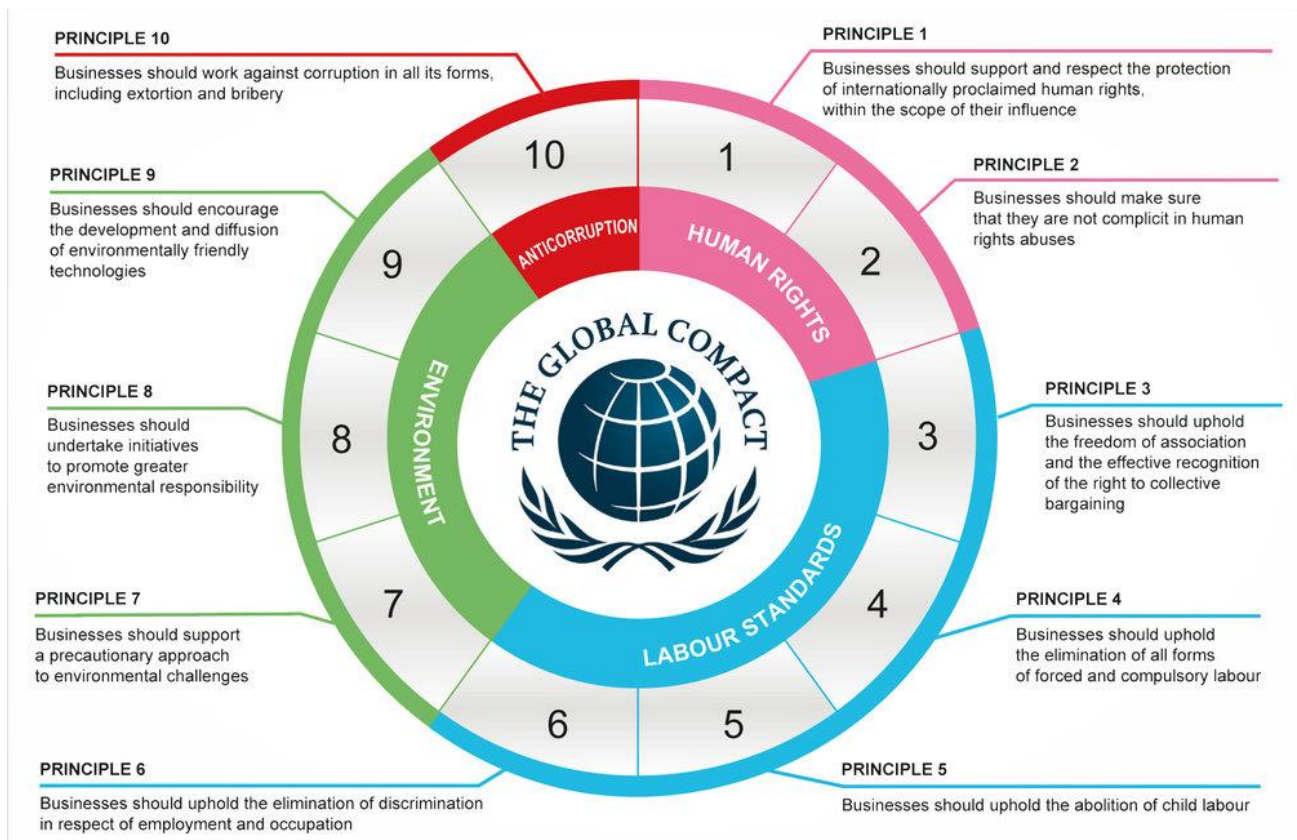


Figura 8: Principali obiettivi del UN Global Compact

Fonte: BusinessHub4 Sustainability

Tale evento fu ritenuto da molti esperti del settore di fondamentale importanza poiché permise di giungere alla formulazione dei Principles for Responsible Investing (PRI). L'Organizzazione delle Nazioni Unite definì nel 2006 sei principi fondamentali per gli investimenti sostenibili, successivamente lanciati presso la New York Stock Exchange. L'iscrizione ai PRI è facoltativa, infatti, non è obbligatorio per nessun investitore firmare e aderire ai seguenti principi. Però, dal momento che un investitore decide di aderire ai PRI dovrà rispettare i seguenti principi ¹⁷¹:

- Integrare le tematiche ESG nell'analisi e nei processi decisionali riguardanti gli investimenti.
- Essere azionisti attivi e incorporare le tematiche ESG nelle politiche e nelle pratiche di azionariato attivo.
- Chiedere un'adeguata comunicazione relativamente alle tematiche ESG da parte degli enti nei quali si investe.
- Promuovere l'accettazione e l'applicazione dei principi nel settore finanziario.
- Collaborare per migliorare l'efficacia nell'applicazione dei principi.
- Comunicare le attività e i progressi compiuti nell'applicazione dei principi.

¹⁷¹ I sei principi sono stati presi da: *I principi per l'investimento responsabile un'iniziativa del mondo della finanza in collaborazione con l'UNEP FI e l'UNGC*. www.unipri.org

L'iniziativa dei PRI ha riscontrato un enorme successo. Infatti, mentre inizialmente aderirono a tale progetto principalmente e quasi esclusivamente investitori istituzionali, ad oggi, il progetto ha coinvolto anche un ingente numero di investitori retail. Possiamo concludere che l'UN Global Compact e il PRI sono stati i due eventi cardine per quanto riguarda il mondo della finanza sostenibile. Attraverso queste due iniziative si è cercato di rendere visibile agli occhi del mondo l'importanza delle tematiche ESG, cercando di dimostrare che compiere un investimento remunerativo ed allo stesso tempo sostenibile è di fondamentale importanza per il raggiungimento del benessere sociale.

4.1.1 Approfondimento: Il Socially Responsible Investing

Il termine SRI è l'acronimo di Socially Responsible Investing e viene utilizzato per indicare gli investimenti sostenibili. In questa sede l'elaborato si propone di compiere un approfondimento sui diversi investimenti SRI¹⁷²:

- **Exclusionary screening.** Vengono esclusi dai possibili investimenti tutti quelli che non sono considerati coerenti ai temi ESG.
- **Corporate engagement and shareholder action.** Gli azionisti grazie alle quote detenute all'interno dell'impresa possono influenzare l'andamento della società cercando di intraprendere percorsi sostenibili.
- **Impact/community investing.** Indirizzare gli investimenti unicamente verso le imprese che, nello svolgimento del loro operato, adottino misure sostenibili. Questo prevede solitamente che si vengano a creare organizzazioni e/o enti no profit per permettere una maggiore diffusione e comprensione dell'informazione ambientale, al fine, quindi, di portare a conoscenza gli investitori delle tematiche ESG.
- **Sustainability themed investing.** Come suggerisce il termine, questi investimenti riguardano particolari tematiche, quali per esempio: la questione ambientale dell'inquinamento, l'abolizione della plastica, etc.
- **Positive screening.** Vengono effettuati investimenti in tutte quelle società che sono riconosciute come le migliori in termini di ESG.

¹⁷² L'elenco dei possibili investimenti in SRI è stato preso da: Global Sustainable Investment Alliance. www.gsi-alliance.org

	2014	2016	2018	Growth Per Period		Compound Annual Growth Rate (CAGR) 2014–2018
				Growth 2014–2016	Growth 2016–2018	
Europe	€ 9,885	€ 11,045	€ 12,306	12%	11%	6%
United States	\$ 6,572	\$ 8,723	\$ 11,995	33%	38%	16%
Canada (in CAD)	\$ 1,011	\$ 1,505	\$ 2,132	49%	42%	21%
Australia/New Zealand (in AUD)	\$ 203	\$ 707	\$ 1,033	248%	46%	50%
Japan	¥ 840	¥57,056	¥231,952	6692%	307%	308%

Note: Asset values are expressed in billions. All 2018 assets in this report are as of 12/31/17, except for Japan, whose assets are as of 3/31/18.

Figura 9: Crescita degli SRI in valuta nazionale

Fonte: Global Sustainable Investment Review 2018

Nella tabella viene esposta la crescita nel periodo 2014-2018 per quanto riguarda gli investimenti in SRI. Emerge piuttosto chiaramente come il tema della sostenibilità, nel corso degli ultimi anni, è stato fortemente preso in considerazione, non unicamente da una determinata regione, ma appare piuttosto che l'interesse sia mondiale. Ovviamente effettuare un investimento in una delle sopra menzionate categorie non esclude il fatto che possano essere compiuti altri investimenti in generale.

4.2 L'importanza del Corporate Social Responsibility

Per CSR si intende la responsabilità sociale d'impresa. Questo tema si è sviluppato enormemente nel corso degli ultimi anni, nonostante ciò non si è ancora giunti ad una definizione unanime. In generale, possiamo indicare con il termine CSR una sorta di responsabilità volontaria dell'impresa che oltre al raggiungimento di target puramente finanziari, si pone come obiettivo la messa in atto di opere ed azioni a favore della società/comunità. Una delle principali ragioni per cui le società si sono dovute adattare nel rispetto dei criteri ESG è da rintracciarsi nella valutazione aziendale. Per moltissimi anni i criteri alla base dei quali veniva compiuta la valutazione d'impresa erano unicamente finanziari, in particolar modo, come si è visto nel corso dell'elaborato, la valutazione aziendale avveniva attraverso indici di redditività. Attualmente lo scenario sta mutando, infatti, vengono tenuti in considerazione, ed hanno una particolare rilevanza, anche gli aspetti inerenti ai temi ESG. Perciò un'impresa che presenta ottimi indici finanziari ma adotta comportamenti completamente inconciliabili con il tema della sostenibilità non sarà più valutata tra le migliori. È necessario precisare che adottare politiche di sostenibilità per una determinata impresa potrebbe condurre la stessa ad una maggiore attrattività dei capitali, poiché gli investitori saranno maggiormente motivati ad impiegare il proprio capitale in società coerenti i temi ESG. Il tema delle CSR è estremamente attuale, infatti, mentre per l'analisi finanziaria si sono ormai consolidati una serie di indici di performance che ci permettono di valutare una determinata società, per quanto riguarda l'applicazione effettiva dei criteri ESG è piuttosto complesso per un investitore ricavare informazioni su quanto e come la società sia effettivamente attiva sotto il punto di vista della sostenibilità. In materia è possibile citare due importanti enti, il Global Reporting Initiative (GRI) e il Global Sustainable Investment Alliance (GSIA). Entrambe le organizzazioni sono enti no profit, fondate con l'intento di fornire una reportistica, generalmente applicabile a tutte le società, al fine di permettere all'investitore di ricavare in maniera agevole informazioni sull'impatto e l'impiego di risorse coerenti con i temi ESG.

Il termine che potremmo definire opposto al CSR è il c.d. "sin stock"¹⁷³, ovvero le imprese che non adottano politiche e misure al fine di perseguire obiettivi, oltre che remunerativi in termini economici, responsabili in tema di sostenibilità. Così come per le CSR anche per le imprese c.d. "sin stock" non vi è una definizione precisa e puntuale in base alla quale è possibile indicare con certezza se un'impresa rientra nella categoria di "imprese del peccato" o meno, ma piuttosto si fa ricorso all'eventuale immoralità, in senso di cattiva etica, delle attività svolte dalle imprese.

¹⁷³ Le c.d. "sin stock" vengono definite nel mondo della finanza come "azioni del peccato" poiché riguardano tutti quei titoli che vanno contro i principi etici, sociali ed ambientali. Per fornire un esempio potremmo citare la Marlboro, nota azienda esportatrice in tutto il mondo di sigarette, che rientra nella categoria di "sin stock" perché il prodotto servito al cliente nuoce gravemente alla salute di chi ne fa uso oltre che produrre inquinamento per l'ambiente.

4.3 Il rapporto tra le agenzie di rating ed i temi ESG

L'impatto che i temi ESG hanno avuto sul mondo della finanza è stato dirompente. Essendo una tematica piuttosto recente, sia le società che gli intermediari finanziari, si pongono due interrogativi a cui tutt'ora non vi è una risposta certa:

- C'è un legame (positivo/negativo) tra i temi ESG e la performance finanziaria della società? In altre parole, se una società adotta una serie di politiche a favore della sostenibilità, il rientro economico che la società stessa ottiene è positivo? Oppure le risorse impiegate hanno esclusivamente fini etici?
- Che legame c'è tra i temi ESG ed il merito creditizio della società? L'impiego di assets in contesti coerenti i temi della sostenibilità come vengono valutati in termini di merito creditizio?

In generale, parte della dottrina afferma che vi sia un elevato tasso di correlazione tra performance finanziaria della società e politiche di investimento sostenibili adottate dalla stessa società ¹⁷⁴. Inoltre, come già brevemente accennato nel corso dell'elaborato, molti esperti del settore sostengono che quando una società intraprende percorsi "sostenibili" possa provocare una maggiore attrattività del capitale, poiché gli investitori saranno convinti di aver impiegato le proprie risorse finanziarie in una causa a tutela dell'ambiente. L'introduzione di nuovi strumenti finanziari (green bond, transition bond e social bond) ha comportato una revisione dei metodi valutativi delle agenzie di rating. Infatti, le agenzie di rating hanno dovuto adattarsi a tali cambiamenti per offrire informazioni valide agli investitori. Nel determinare il merito creditizio di una società/strumento di debito, le agenzie di rating hanno necessariamente dovuto tenere in considerazione, quindi incorporare nei ratings, gli aspetti riguardanti la sostenibilità. Infatti, i fattori ESG possono pesare notevolmente sul merito creditizio di una società. Prendiamo per esempio il mercato delle automotive: qualsiasi impresa del settore dovrà impiegare risorse finanziarie per essere costantemente aggiornata in materia di inquinamento ambientale altrimenti rischierebbe di incorrere in sanzioni ¹⁷⁵. In generale, i temi ESG sono tutt'ora in corso di definizione, le stesse agenzie di rating non hanno ancora ben definito dei parametri standard sulla base dei quali emettere determinati giudizi. Inoltre, le agenzie di rating tendono, a differenza di quanto ormai avviene per i rating finanziari in cui è previsto dal legislatore l'obbligo di trasparenza ¹⁷⁶, a pubblicare giudizi applicando criteri sulla sostenibilità piuttosto personali e raramente accessibili al pubblico degli investitori. Un esempio in materia che può essere citato in tale contesto riguarda la Direttiva 2014/95/UE che in base all'art.19-bis afferma che: «*Le imprese di grandi dimensioni che costituiscono enti di interesse pubblico e che, alla data di chiusura del bilancio, presentano un numero di dipendenti occupati in media*

¹⁷⁴ Cfr. A. DEVALLE, S. FIANDRINO e V. CANTINO, *The Linkage between ESG Performance and Credit Ratings: A Firm-Level Perspective Analysis*, International Journal of Business and Management, Published by Canadian Center of Science and Education, Vol. 12, No. 9; 2017.

¹⁷⁵ In merito è opportuno menzionare il COP21, l'accordo di Parigi in cui viene stabilito un quadro globale al fine di evitare gravi cambiamenti climatici.

¹⁷⁶ Si veda paragrafo 1.5.3.

*durante l'esercizio pari a 500 includono nella relazione sulla gestione una dichiarazione di carattere non finanziario contenente almeno informazioni ambientali, sociali, attinenti al personale, al rispetto dei diritti umani, alla lotta contro la corruzione attiva e passiva in misura necessaria alla comprensione dell'andamento dell'impresa, dei suoi risultati, della sua situazione e dell'impatto della sua attività...»*¹⁷⁷. Appare evidente l'intenzione da parte del legislatore affinché le big companies forniscano un report specifico riguardante la considerazione degli aspetti inerenti ai temi della sostenibilità e dell'etica.

4.3.1 Le agenzie di rating ESG

Ricordiamo che le agenzie di rating hanno il compito di valutare il merito creditizio di una società emittente, ovvero la capacità, della stessa, di adempiere le proprie obbligazioni integralmente e tempestivamente. Per elaborare ed emettere un giudizio, relativo al merito creditizio di una società, le agenzie di rating faranno ricorso ad un ingente numero di informazioni. Ciò che differenzia le agenzie di rating tradizionali dalle agenzie di rating ESG riguarda l'analisi e la tipologia delle informazioni che questi valutano. Nel caso delle agenzie di rating tradizionali le informazioni, sulla base delle quali viene emesso il rating, sono di natura prettamente finanziaria. Al contrario, le agenzie di rating ESG, oltre chiaramente a tenere in considerazione tutti gli aspetti di natura finanziaria, dovranno valutare anche tutte le operazioni che la società ha intrapreso ai fini della sostenibilità. Sulla base dell'introduzione ai temi relativi la sostenibilità, si può facilmente intuire che i rating ESG vengono pubblicati dalle agenzie attraverso l'analisi dei comportamenti messi in atto dalle società in merito alle tematiche ambientali, sociali e di governance. Dal momento che le agenzie di rating ESG si sono affacciate sul mercato sono negli ultimi anni, non vi sono dei metodi standardizzati che vengono adottati da tutte le società, bensì le valutazioni vengono emesse dalle agenzie secondo modelli e ragionamenti piuttosto personali. Può accadere che l'emissione di un giudizio riguardo la stessa società da parte di più agenzie di rating ESG sia completamente diverso l'uno dall'altro. Al contrario, nel caso di agenzie di rating tradizionali, proprio perché ormai tale realtà si è consolidata nel tempo, è estremamente complesso che più agenzie di rating emettano giudizi completamente discordanti riguardo la stessa società. La presentazione di tale scenario comporta diverse criticità nell'allocazione del capitale in capo all'investitore, poiché, a differenza dei rating tradizionali, in cui emerge un contesto finanziario piuttosto coerente, nel caso delle agenzie di rating ESG potranno esserci valutazioni divergenti riguardo la stessa società, quindi si potrebbe presentare uno scenario di mercato controverso sulla base del quale risulta complesso prendere decisioni di investimento¹⁷⁸.

¹⁷⁷ Art.19-bis della Direttiva 2014/95/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 22 ottobre 2014, recante modifica della Direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda la comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e di informazioni sulla diversità da parte di talune imprese e di taluni gruppi di grandi dimensioni.

¹⁷⁸ Cfr. E. ESCRIG-OLMEDO, M. FERNÁNDEZ-IZQUIERDO, I. FERRERO, J. M. RIVERA-LIRIO e M. J. MUÑOZ-TORRES, *Rating the Raters: Evaluating how ESG Rating Agencies Integrate Sustainability Principles*, Sustainability of Organizations and

Accanto alle agenzie di rating, a svolgere un ruolo fondamentale in merito all'informazione sui temi ESG, vi sono i c.d. *data provider*, ovvero agenti esterni che si occupano di diffondere informazioni finanziarie. Tali soggetti sono altamente tenuti in considerazione, insieme alle agenzie di rating, dagli investitori nei processi di impiego del capitale. Tra i provider più noti possiamo citare: Bloomberg, Corporate Knights Global, Dow Jones Sustainability e Thomson Reuters ESG.

Con il passare degli anni i temi ESG stanno acquisendo sempre maggiore importanza nel mercato finanziario. A dimostrazione di quanto detto possiamo portare come esempio il caso Generali che prevede di disinvestire gradualmente circa 2 miliardi di euro nel settore carbonifero ed investirà 3,5 miliardi di euro nel settore green¹⁷⁹. In generale, lo sviluppo della sostenibilità in ambito aziendale ha necessariamente comportato una modifica nel report aziendale. In precedenza, le società si limitavano a pubblicare il financial reporting, ovvero un report finanziario attraverso il quale gli stakeholders e gli investitori potevano ricavare adeguate informazioni sulla società. Attualmente il contesto sta mutando, infatti, la diffusione unicamente del financial reporting non è sufficiente agli investitori ed agli stakeholders. È necessario che la società integri il financial reporting con una serie di documenti riguardanti attività di carattere non strettamente economico-finanziarie, c.d. attività intangibili. Lo scenario presentato risulta essere particolarmente attuale, infatti, mentre per i financial report ormai vi sono delle regole comunemente adottate dalla maggior parte delle società; per quanto riguarda i report di sostenibilità non vi sono indicazioni specifiche. Il rischio maggiore che si corre attraverso la pubblicazione dei report sulla sostenibilità è quello di fornire al lettore, investitori e stakeholders, un documento eccessivamente complesso e carico di informazioni, che nel merito risulta di difficile interpretazione. Per questo motivo di fondamentale importanza è il concetto di “*materialità*”, ovvero il principio alla base del quale nei report di sostenibilità dovranno essere indicati specificatamente quali sono gli aspetti di maggior rilievo. Nella valutazione della rilevanza delle informazioni ESG, proprio perché non vi sono degli standard specifici, le società possono fare riferimento alle indicazioni ed alle raccomandazioni dei principi internazionali, quali: International Integrated Reporting Council (IIRC), Global Reporting Initiative e Carbon Disclosure Project (CDP)¹⁸⁰. Il IIRC e il GRI hanno evitato di fornire delle indicazioni specifiche sulla reportistica in ambito di sostenibilità, ma lasciano ampio spazio di discrezionalità alle società. Al contrario, il CDP propone alle società di pubblicare un rapporto di sostenibilità sulla base di un questionario, in tal caso emerge in maniera evidente come questo principio sia sicuramente più vicino alla reportistica di carattere finanziario, poiché segue linee guida specifiche e la discrezionalità delle singole società appare limitata.

CSR Management Research Group-IUDESP, University Jaume I, Campus del Riu Sec-Avda. Vicent Sos Baynat s/n, Castellón 12071, Spain, 2019.

¹⁷⁹ Le informazioni in merito sono state ricavate da: www.milanofinanza.it; www.generali.com

¹⁸⁰ Cfr. www.cdp.net; www.globalreporting.org/standards; www.integratedreporting.org

4.3.1.1 Approfondimento: Le principali agenzie di rating ESG

L'elaborato intende in questa sede fare un approfondimento sulle principali agenzie di rating ESG:

- **Vigeo – EIRIS.** L'agenzia EIRIS (Ethical Investment Research Services) fu fondata nel 1983 a Londra e fu la prima a trattare temi inerenti alla sostenibilità in ambito di impresa. La mission alla base di tale agenzia fu la campagna contro la vendita di armi. Successivamente, in particolare in Francia nel 2002, nacque Vigeo che fu la prima agenzia di rating a trattare gli SRI. Nel 2003 Vigeo e EIRIS si fusero.
- **Morgan Stanley Capital International (MSCI).** Tale agenzia di rating fu creata da M. Stanley ¹⁸¹ e nel 2010 incorporò la KLD ¹⁸². Oltre ad offrire diversi servizi finanziari, la MSCI compie delle valutazioni sugli indici ESG. Alla base di questi vi sono numerosi temi riguardanti la sostenibilità (ad esempio: cambiamento climatico, inquinamento, capitale umano, etc.) ponderati in base al principio della “materialità” ¹⁸³.
- **Morningstar.** Inizialmente Morningstar nasce come uno dei principali provider di informazioni finanziarie. Dal 2016 la società emette ratings (Morningstar Sustainalytics Rating, MSR), relativi alle operazioni intraprese dalle società in termini di sostenibilità, attraverso la collaborazione con Sustainalytics.
- **Standard Ethics.** È un'agenzia di rating che ha sede a Londra ed è stata fondata nel 2001. Attualmente tale agenzia è una delle poche in tale contesto a adottare il modello issuer-pay ¹⁸⁴. Inoltre, Standard Ethics utilizza una suddivisione particolare per individuare il rating da emettere. In particolar modo l'emissione del rating avviene attraverso il c.d. Analytic Hierarchy Process ¹⁸⁵. Quindi i criteri alla base della pubblicazione dei giudizi sono suddivisi in quattro categorie, in cui al piano più alto troviamo le indicazioni fornite dalle istituzioni dell'Unione Europea e dalle Nazioni Unite.
- **ASSET 4 AG.** È attualmente una delle più note agenzie di rating ESG che emette giudizi ed informazioni di natura strettamente extra finanziaria riguardanti determinate società. Le operazioni di monitoring e screening delle informazioni ricevute vengono effettuate dalla società ASSET4, mentre tutti i dati che questa società analizza ed utilizza gli vengono forniti da Thompson Reuters.

¹⁸¹ *Morgan Stanley Investment Management* è una società di investimenti. La società gestisce portafogli in modalità attiva, ovvero attraverso l'adozione di target e obiettivi che quotidianamente la società si propone di raggiungere.

¹⁸² *KLD* fu fondata nel 1988 a Boston ed è nota per essere una società nata con l'intento di promuovere investimenti sostenibili.

¹⁸³ Si veda paragrafo 4.3.1.

¹⁸⁴ Si veda paragrafo 1.4.

¹⁸⁵ L' *Analytic Hierarchy Process* è un processo che si sviluppò intorno agli anni '70 secondo cui i ratings venivano emessi definendo preventivamente delle scale gerarchiche per individuare i temi ed i fattori di maggior spessore.

4.4 La normativa applicata alle tematiche ESG

L'elaborato ha mostrato in diversi punti come la normativa sui temi ESG non è attualmente ancora ben delineata e standardizzata. È necessario quindi soffermarsi maggiormente sui principali avvenimenti, in particolar modo nel contesto europeo, che hanno modificato e integrato la disciplina in materia di investimenti sostenibili.

4.4.1 L'EU Action Plan on Financing Sustainable Growth

Con l'accordo di Parigi del 2015 l'Unione Europea ha deciso espressamente di porre il tema della sostenibilità ambientale al centro delle proprie azioni politiche. Nel dicembre del 2016 l'Unione Europea, al fine di raggiungere gli obiettivi che si era precedentemente posta in merito alle tematiche ESG, ha istituito l'High-Level Expert Group Sustainable Finance (HLEG), ovvero un gruppo di esperti provenienti da diversi settori (finanziario, istituzionale, accademico). Successivamente, nel marzo 2018, la Commissione Europea ha pubblicato il piano d'azione "Action Plan on Financing Sustainable Growth", i cui obiettivi sono:

- **Indirizzare gli investimenti verso tematiche ESG.** Con l'accordo di Parigi del 2015, l'Unione Europea si era posta degli obiettivi, in tema di investimenti sostenibili, da raggiungere entro il 2030. Per far sì che tali target vengano effettivamente raggiunti è necessario che gli investimenti sostenibili abbiano un forte incremento.
- **Introdurre il tema della sostenibilità nelle quotidiane operazioni di risk management.** In generale la maggior parte delle imprese non tengono in considerazione i rischi inerenti alle tematiche ambientali e climatiche. Fra il 2000 ed il 2016 si è assistiti ad un incremento del 46% delle perdite economiche dovute a cause strettamente ambientali. Questo processo dovrebbe innescare, da un lato, una maggiore considerazione da parte delle assicurazioni, dall'altro, un incremento dei tassi di interessi posti dalle banche nei confronti dei prestiti alle imprese poiché eccessivamente esposte, e non adeguatamente protette da azioni di risk management, al verificarsi di calamità naturali.
- **Migliorare la trasparenza e promuovere una visione di lungo periodo delle attività economiche.** Così come è stato ampiamente discusso per le agenzie di rating, il tema della trasparenza in ambito economico-finanziario è di fondamentale importanza. Il principio della trasparenza è stato fortemente voluto ed ottenuto dal legislatore poiché è il principale elemento che contrasta il crearsi di asimmetrie informative nel mercato. Tale principio, ormai inglobato dalle imprese, dovrà essere rispettato anche nella pubblicazione, da parte delle imprese e delle agenzie di rating, di report sulla sostenibilità.

<p>1. Istituire un sistema unificato a livello dell'UE di classificazione delle attività sostenibili</p>	<p>Affinché gli investitori possano impiegare i propri risparmi in asset sostenibili è necessario fornire una definizione chiara e puntuale per quanto riguarda il concetto di "investimento sostenibile". Inizialmente, come già emerso nel corso dell'elaborato, la maggior parte degli investitori non era in grado di cogliere la differenza tra un investimento sostenibile o meno, a causa dell'assenza di una regolamentazione puntuale e specifiche definizioni in merito. L'Action Plan si propone di creare un sistema di classificazione ("Taxonomy Regulation"), sulla base di soglie e parametri, delle attività in merito alla sostenibilità.</p>
<p>2. Creare norme e marchi per i prodotti finanziari sostenibili</p>	<p>È fondamentale indicare quali siano le norme ed i marchi dell'Unione Europea per i prodotti finanziari sostenibili, così facendo si favorirà un accesso maggiore agli investitori. Un esempio in merito sono i c.d. green bond¹⁸⁷.</p>
<p>3. Promuovere gli investimenti in progetti sostenibili</p>	<p>L'Action Plan si pone come obiettivo quello di indirizzare i capitali verso progetti di investimento sostenibili. In particolar modo si fa riferimento alle infrastrutture che sono una delle cause principali dell'inquinamento ambientale.</p>
<p>4. Integrare la sostenibilità nella fornitura di consulenza finanziaria sugli investimenti</p>	<p>Le imprese di investimento, gli enti assicurativi e gli intermediari finanziari possono svolgere un ruolo cruciale in tema di investimenti sostenibili. In generale tutto il settore della consulenza può svolgere un ruolo chiave per spronare gli investitori ad impiegare i propri capitali verso imprese coerenti i temi ESG.</p>

¹⁸⁶ Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio europeo, al Consiglio, alla Banca Centrale Europea, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle regioni, *Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile*, Bruxelles, 2018.

¹⁸⁷ Si veda paragrafo 4.

<p>5. Elaborare indici di riferimento in materia di sostenibilità</p>	<p>Nel mondo della finanza gli indici hanno il compito di riflettere lo status quo di determinate società/strumenti di debito. È necessario che gli indici tradizionali, che incorporano esclusivamente dati finanziari, tengano in considerazione anche tutti gli aspetti inerenti alla sostenibilità. Nel corso degli anni si sono verificati numerosi casi di “greenwashing”¹⁸⁸ ed anche per questo l’Action Plan vuole creare dei benchmark ESG fondati sul principio della trasparenza.</p>
<p>6. Integrare meglio la sostenibilità nei rating e nella ricerca di mercato</p>	<p>Visto che le tematiche ESG sono piuttosto recenti, la normativa in merito non è ampiamente sviluppata e puntuale. Per questo motivo è fondamentale che le agenzie di rating del credito agiscano con estrema trasparenza.</p>
<p>7. Chiarire gli obblighi degli investitori istituzionali e dei gestori di attività</p>	<p>In generale per gli investitori istituzionali ed i gestori di attività vale il concetto del c.d. “obbligo fiduciario”¹⁸⁹, ovvero questi enti devono agire nell’interesse degli investitori e non seguendo esclusivamente i loro interessi.</p>
<p>8. Integrare la sostenibilità nei requisiti prudenziali</p>	<p>Banche, imprese di assicurazione e fondi pensione spesso nelle operazioni di risk management sorvolano sui rischi che potrebbero emergere a causa</p>

¹⁸⁸ Il “greenwashing” è una strategia di comunicazione che possono adottare le società per far credere al pubblico degli investitori, o in generale agli stakeholders, che la società stessa nel normale agere del proprio operato stia mettendo in atto diverse azioni a favore delle tematiche ESG, quando in realtà non è vero. Questo spesso porta la società ad avere un maggiore attrattività dei capitali, oltre che un miglior posizionamento sul mercato, ma, come già detto, fa leva su informazioni false e/o non veritiere. Il verificarsi di tali scenari potrebbe essere contrastato attraverso una standardizzazione dei report sulla sostenibilità, in cui vi è poca marginalità nelle comunicazioni fatte dalle società. Attualmente la situazione è ancora piuttosto caotica poiché si lascia ampio spazio decisionale sul come e quando le società debbano comunicare le informazioni extra finanziarie.

¹⁸⁹ Il c.d. “obbligo fiduciario” è il rapporto che si instaura successivamente alla formazione del “contratto fiduciario”. Questo prevede che la responsabilità venga affidata ai fiduciari quando trattano con altre parti. Coerentemente ai temi trattati nel corso dell’elaborato ci si riferisce in particolare modo alle relazioni che nascono in merito a questioni finanziarie. Ad esempio: i gestori patrimoniali privati creano uno stretto rapporto di lavoro con il cliente al fine di seguirlo nella costruzione del proprio portafoglio titoli. Solitamente i clienti che si rivolgono a queste figure non sono esperti del settore finanziario, necessitano, quindi, di essere seguiti nei processi di allocazione del capitale. Ciò comporta che il fiduciario che sovrintende alla ricchezza dei propri clienti agisca per conto del cliente e nel suo migliore interesse.

	<p>del verificarsi di calamità naturali. In merito, le autorità di vigilanza macroprudenziale hanno richiamato l'attenzione su tali rischi per la stabilità finanziaria. Occorre quindi una migliore integrazione dei rischi climatici e degli altri fattori ambientali nella regolamentazione prudenziale.</p>
<p>9. Rafforzare la comunicazione in materia di sostenibilità e l'elaborazione delle norme contabili</p>	<p>La comunicazione dei report finanziari avviene secondo modalità e tempistiche puramente personali delle singole società. Nel corso degli anni, l'Action Plan, si propone di trovare un compromesso tra flessibilità e standardizzazione di tutte quelle informazioni extra finanziarie (Non-Financial Information, NFI) ¹⁹⁰ che le società sono tenute a comunicare ai propri stakeholders.</p>
<p>10. Promuovere un governo societario sostenibile e attenuare la visione a breve termine nei mercati dei capitali</p>	<p>Come abbiamo visto all'inizio del paragrafo, la lettera G dell'acronimo ESG indica la Governance della società. Tale elemento può contribuire fortemente a indirizzare le politiche della società verso tematiche sostenibili. I manager troppo frequentemente si pongono obiettivi di breve-medio termine, che spesso portano ottimi risultati in termini economici, ma non tengono minimamente in considerazione gli aspetti ambientali. L'Action Plano cerca di promuovere una visione aziendale in un'ottica di lungo periodo in cui le tematiche sostenibili siano al centro delle politiche societarie.</p>

Tabella 5: Action Plan on Financing Sustainable Growth

Fonte: Comunicazione della commissione al Parlamento europeo, al Consiglio europeo, al Consiglio, alla Banca Centrale europea, al comitato economico e sociale europeo e al comitato delle regioni, *Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile*, Bruxelles, 2018.

¹⁹⁰ Con il termine “*Non-Financial Information*” (NFI) si intendono tutte quelle informazioni societarie che non sono di natura prettamente finanziaria. In merito all'argomento trattato nell'elaborato si fa riferimento ai report sulla sostenibilità.

4.4.2 Panoramica attuale sulla finanza sostenibile

Lo scenario attuale relativo alla finanza sostenibile è in continuo mutamento ed evoluzione. Recentemente sono entrati in vigore due regolamenti che hanno avuto un forte impatto sui mercati finanziari.

Il primo regolamento a cui l'elaborato fa riferimento è il Regolamento 2019/2088 del Parlamento europeo e del Consiglio, che prevede la rendicontazione dei servizi finanziari (Sustainability-Related Disclosures in the Financial Services, SFDR). Tali norme entreranno definitivamente in vigore a partire da marzo 2021. In tal caso il regolamento definisce le modalità di divulgazione delle informazioni extra finanziarie che le società sono tenuta a comunicare e la capacità delle società di mitigare i rischi ESG. In particolare si definisce che *«Il presente regolamento mantiene i requisiti che impongono ai partecipanti ai mercati finanziari e ai consulenti finanziari di agire nel migliore interesse degli investitori finali, ad esempio, ma non solo, il requisito di esercitare un'adeguata diligenza dovuta prima di effettuare l'investimento, come sancito nelle direttive 2009/65/CE, 2009/138/CE, 2011/61/UE, 2013/36/UE, 2014/65/UE, (UE) 2016/97, (UE) 2016/2341, e nei regolamenti (UE) n. 345/2013 e (UE) n. 346/2013, come pure nel diritto nazionale che disciplina i prodotti pensionistici personali e individuali. Al fine di svolgere i loro compiti conformemente alle suddette norme, i partecipanti ai mercati finanziari e i consulenti finanziari dovrebbero integrare nelle loro procedure, comprese quelle di dovuta diligenza, non solo tutti i pertinenti rischi finanziari, ma anche tutti i pertinenti rischi di sostenibilità che potrebbero comportare un significativo impatto negativo sul rendimento finanziario di un investimento o fornire opportune consulenze in merito, nonché valutare tali rischi su base continuativa. Pertanto, i partecipanti ai mercati finanziari e i consulenti finanziari dovrebbero specificare nelle loro politiche in che modo integrano tali rischi e pubblicare dette politiche»*¹⁹¹. L'obiettivo di tale regolamento, quindi, è anche quello di ridurre le asimmetrie informative che possono crearsi nei mercati finanziari, al fine di proteggere l'investitore finale ed indirizzarlo ad impiegare il proprio capitale in investimenti sostenibili. Inoltre, è previsto sempre dal Regolamento che i soggetti che operano sui mercati finanziari indichino espressamente, attraverso il proprio sito web o reportistiche in generale, le politiche messe in atto dal team del risk management in merito alla mitigazione dei rischi di sostenibilità. In conclusione, possiamo affermare che il recente regolamento intende promuovere una maggiore protezione dell'investitore finale, che potrà godere di un accesso informativo maggiore per quanto riguarda gli investimenti sostenibili poiché vengono posti diversi obblighi agli intermediari finanziari in merito all'impatto che la sostenibilità ha sui prodotti finanziari.

Il secondo regolamento a cui l'elaborato fa riferimento è il Regolamento 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio. Tale regolamento riguarda la tassonomia della finanza sostenibile, ovvero intende individuare in maniera esplicita e puntuale tutti quegli investimenti che possono considerarsi ecosostenibili. L'importanza di tale evento va rintracciato nella possibilità di identificare in maniera esplicita e secondo specifici criteri gli

¹⁹¹ Considerando (12) del Regolamento UE 2019/2088 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 27 novembre 2019, relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari.

investimenti sostenibili, così da favorire l'accesso a finanziamenti pubblici e privati, oltre che contrastare definitivamente il fenomeno del “greenwashing”. Infatti, vengono definiti sei obiettivi ¹⁹² sulla base dei quali si può definire se un investimento possa essere considerato sostenibile:

- Mitigazione dei cambiamenti climatici.
- Adattamento ai cambiamenti climatici.
- Uso sostenibile e protezione delle acque e delle risorse marine.
- Transizione verso un'economia circolare.
- Prevenzione e riduzione dell'inquinamento.
- Protezione e ripristino della biodiversità e degli ecosistemi.

Il compito della Commissione europea, come già ampiamente discusso in precedenza, è quello di fornire un corpus legislativo chiaro in merito alla finanza sostenibile. Attualmente la dottrina non è ancora in grado di fornire una definizione univoca di “finanza sostenibile”. Infatti, ogni agenzia di rating ESG, gestore finanziario, banca di investimento, fornisce proprie reportistiche sulla base di criteri prettamente personali e non universalmente riconosciuti. La presentazione di tale scenario poteva essere prevista poiché non è affatto banale fornire una definizione unica di “etica”, ciò che può essere considerato etico per un soggetto potrebbe non essere considerato etico per un altro. È inevitabile che il contesto appena descritto comporti una forte confusione ¹⁹³ e incertezza decisionale nell'investitore. Chiaramente le tematiche sono particolarmente attuali, quindi è inevitabile che stiamo assistendo ad una situazione di questo genere. Infine, è necessario sottolineare la complessità che la normativa incontra nella definizione delle modalità sulla base delle quali si può valutare la sostenibilità.

¹⁹² Considerando (23) del Regolamento UE 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 18 giugno 2020, relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili e recante modifica del Regolamento UE 2019/2088. www.eur-lex.europa.eu

¹⁹³ Cfr. F. BERG, J. F. KOELBEL e R. RIGOBON, *Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings*, MIT Sloan School of Management, MIT Sloan School Working Paper, 2019. La ricerca condotta ha evidenziato il fatto che le valutazioni in ambito ESG pubblicate dalle diverse agenzie di rating sono incoerenti tra loro. Per risaltare la forte incoerenza di giudizio riportiamo alcuni dati: la correlazione fra i rating attribuiti allo stesso titolo da diverse agenzie di rating ESG è pari allo 0,61; al contrario, le agenzie di rating tradizionali mostrano coefficienti di correlazione tra i giudizi espressi pari circa allo 0,99. Tra le cause principali che portano alla produzione di bassi coefficienti di correlazione vi sono: differenza nei criteri utilizzati e nei pesi che vengono attribuiti (criterio della “materialità”).

Conclusion

Le agenzie di rating, da ormai molti anni, hanno un potere enorme tra le mani, poiché, con l'emissione dei propri giudizi, hanno la possibilità di indirizzare gli investimenti dei soggetti presenti sul mercato. Per di più, con i rating sovrani, a cui l'elaborato ha dedicato ampi approfondimenti vista l'importanza del tema, le agenzie possono portare al collasso o, al contrario, favorire l'attrazione di capitali da parte di intere nazioni. Il ruolo che le agenzie hanno svolto nel corso della crisi dei mutui subprime che successivamente ha innescato quella dei debiti sovrani ci permette di comprendere l'enorme potere che le agenzie di rating hanno nello scenario mondiale attuale. A tal proposito l'intento dell'elaborato è quello di fornire diversi spunti di riflessione in materia. Nel farlo, il I capitolo si propone di contestualizzare e fornire definizioni in merito alle agenzie di rating. Successivamente, nel II capitolo, vengono esposte le metodologie di calcolo, sotto un'ottica prevalentemente matematico-finanziaria, adottate dalle stesse. Infine, nel III capitolo, si definiscono le normative in vigore che regolano l'operato delle agenzie di rating e le eventuali responsabilità imputabili.

L'elaborato si conclude con l'analisi delle tematiche relative agli investimenti sostenibili, che in parte rivoluzionano l'operato delle agenzie di rating. Attualmente, come si evince anche dall'EU Action Plan on Financing Sustainable Growth, in cui vengono fissati in termini di target di sostenibilità diversi obiettivi da raggiungere entro il 2030, le tematiche ambientali sono poste al centro delle azioni politiche dell'Unione Europea. Negli ultimi anni le società, di qualsiasi genere e settore di appartenenza, difficilmente possono operare senza tenere in considerazione gli aspetti ambientali. Infatti, recentemente sono stati introdotti diversi divieti e obblighi che le società nel loro normale agire devono necessariamente rispettare per favorire la sostenibilità e ridurre l'inquinamento di ogni tipo. In tale contesto, le agenzie di rating si sono necessariamente dovute adattare alla nuova realtà. Tradizionalmente, le agenzie emettevano giudizi unicamente sulla base di dati e informazioni di carattere finanziario; attualmente, è inevitabile che i rating incorporino anche le tematiche ESG. In generale, questi temi risultano essere particolarmente recenti, non a caso diversi sono gli interrogativi a cui ancora non vi è una risposta universalmente valida. Per esempio, non vi sono delle metodologie espressamente riconosciute attraverso le quali le società devono pubblicare report sulla sostenibilità e non vi sono dei modelli comunemente adottati dalle diverse agenzie per valutare la sostenibilità di un investimento. Ciò che però è possibile dedurre con certezza, attraverso le diverse iniziative attuate dalle principali autorità sovranazionali, è che le società non possono più operare nel loro esclusivo interesse incuranti dell'impatto ambientale che provocano. L'introduzione di mezzi (come ad esempio i green bond) per favorire gli investimenti in progetti sostenibili ne sono una chiara testimonianza.

Bibliografia

- ALPA G., *Il danno da informazione economica*, in Riv. Not., 1997.
- BERG F, KOELBEL J. F. e RIGOBON R., *Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings*, MIT Sloan School of Management, MIT Sloan School Working Paper, 2019.
- BILANCIA P., *Il sistema europeo di regolamentazione dei servizi finanziari*, Stem Mucchi Editore, 2008.
- BONGIOVANNI M., *Il rating: fattore chiave nei finanziamenti*, in Pratica contabile, 2008.
- BURTON G. MALKIEL, *A spasso per wall street, Tutti i segreti per investire con successo*, Hoepli, 2016.
- CANNATA F., *Il metodo dei rating interni*, Bancaria editrice – Edibank, 2007.
- CANTOR R. e PACKER S., *Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings*, in Economic Policy Review, vol. 2, 1996.
- CAPRIGLIONE F., *Intermediari finanziari, investitori, mercati: il recepimento della MiFID. Profili sistematici*, Cedam, 2008.
- CAPRIGLIONE F., *Manuale di diritto bancario e finanziario, Saggi e monografie di diritto dell'economia*, Collana diretta da Francesco Capriglione, Wolters Kluwer, Cedam, pp. 48 e ss., 2015.
- CAPRIGLIONE F., *European Banking Union, A challenge for a more united Europe*, in Law and economics yearly review, pp.5 e ss., 2013.
- CAPRIGLIONE F., *Etica della finanza mercato globalizzazione*, Cacucci, 2004.
- CAPRIGLIONE F. e SEMERARO G., *Crisi finanziaria e dei debiti sovrani, L'Unione Europea tra rischi ed opportunità*, Utet Giuridica, cap. II, 2012.
- CAPRIGLIONE F. e TROISI A., *L'ordinamento finanziario dell'UE dopo la crisi, La difficile conquista di una dimensione europea*, Utet Giuridica, cap. I, 2014.
- CASTALDO A. e PALLA L., *L'informazione nei mercati finanziari: il ruolo delle agenzie di rating, Origine, evoluzione e opzioni di policy del mercato dei giudizi*, G. Giappichelli Editore, 2013.
- CHOI S., *Market Lessons for Gatekeepers*, Northwestern University, School of law, 1998.
- CIRAOLO F., *Il processo di integrazione del mercato unico dei servizi finanziari dal metodo Lamfalussy alla riforma della vigilanza finanziaria europea*, in diritto dell'economia, n.2, 2011.
- COFFEE JR. J. C., *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*, Oxford University Press, Oxford, 2006.
- COFFEE JR. J. C., *Ratings Reform: The Good, the Bad, and the Ugly*, 1 Harv. Bus. L. Rev. 231, 2011.

- DEVALLE A., FIANDRINO S. e CANTINO V., *The Linkage between ESG Performance and Credit Ratings: A Firm-Level Perspective Analysis*, International Journal of Business and Management, Published by Canadian Center of Science and Education, 2017.
- DI DONNA L., *Danni da rating e rimedi degli investitori*, in A. PRINCIPE (a cura di), *Le agenzie di rating*, “Quaderni di Giurisprudenza Commerciale”, 2014.
- DI DONNA L., *La responsabilità civile delle agenzie di rating*, Cedam, 2012.
- DI GASPARE G., *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria*, Cedam, 2011.
- DIAMOND D., *Monitoring and Reputation: The Choice Between Bank Loans and Directly Placed Debt*, in *Journal of Political Economy*, Vol. 99, N. 4, 1991.
- FACCI G., *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, Zanichelli, 2009.
- FACCI G., *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, lo scritto è pubblicato in “Contratto e Impresa”, 2008.
- FAMA E., *Efficient capital markets: A review of theory and empirical work*, in *The Journal of Finance*, 1970.
- FERRI G. e LACITIGNOLA P., *Le agenzie di rating*, il Mulino, 2014.
- FONTANA F. e CAROLI M., *Economia e gestione delle imprese*, Milano, 2013.
- GILA P. e MISCALI M., *I signori del rating, Conflitti di interesse e relazioni pericolose delle tre agenzie più temute della finanza globale*, Bollati Boringhieri, 2012.
- GRANATA E., *Rating e conflitti di interesse: alla ricerca di soluzioni*, in AGE, 2012.
- GORLA G., *Sulla cosiddetta causalità giuridica: “fatto dannoso e conseguenze”*, in *Riv. dir. comm. dir. gen. obbl.*, 1951.
- HUNT J. P., *Credit Rating Agencies and the 'Worldwide Credit Crisis': The Limits of Reputation, the Insufficiency of Reform, and a Proposal for Improvement*, in *Columbia Business Law Review*, Vol. 2009, N. 1, 5 settembre 2008.
- LANDI G. C., *Sostenibilità e rischio d'impresa, Evidenze e criticità dei ratings ESG*, Cedam, 2020.
- LEMMA V., *Crisi finanziaria e stabilità dei fondi immobiliari*, in *Aa. Vv.*, Scritti in onore di Francesco Capriglione, Cedam, 2010.
- LEMMA V., *The shadow banking system*, Palgrave - Macmillian, 2016.
- LEMMA V., *L'applicazione del fair value alle banche: profili tecnico economici e giuridici*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2006.

LEMMA V., *Soft law e regolazione finanziaria*, in Nuova giur. civ. comm., p.600 e ss., 2006.

LEMMA V., *La riforma degli intermediari non bancari nella prospettiva di Basilea III*, in Rivista elettronica di diritto, economia e management, pp.185 e ss., 2011.

LENER R. e RESCIGNO M., *Agenzie di rating e conflitti di interesse: sintomi e cure*, in Analisi giuridica dell'economia, 2012.

LUCANTONI P., *La responsabilità contrattuale dell'intermediario per la gestione del portafoglio di investimento in difformità al benchmark indicato dal cliente: l'impatto del recepimento della direttiva Mifid*, in Banca borsa tit. cred., 2009.

MAINAS G. e IORIO P., *La disciplina normativa delle agenzie di rating alla luce del Diritto comunitario*, UniversItalia, 2017.

MALINCONICO A., *Il credit risk management del portafoglio prestiti: da Basilea1 a Basilea 3*, FrancoAngeli, 2012.

MANSEL H. P., *L'immaterialità e l'ubiquità dell'informazione ed il loro ruolo nella disciplina della responsabilità per informazione; Elementi di un ordinamento dell'informazione*, in Studi in onore di Pietro Rescigno, Responsabilità civile e tutela dei diritti, Giuffrè, Milano, 1998

MARIANELLO M., *La responsabilità contrattuale dell'agenzia di rating nei confronti del committente*, in Obbligazioni e contratti, 2010.

MASERAF. e MAZZONI G., *Basilea III, Il nuovo sistema di regole bancarie dopo la grande crisi*, FrancoAngeli, 2012.

MONTI E., *Le asimmetrie Informative e l'attività di rating: una proposta per l'Italia*, in Bancaria, 1995.

MORINI G., *Danni da rating e rimedi a disposizione degli investitori*, ilcaso.it, 2020

PACCE A. M., ROMANO A. e TROISI A., *Agenzie di rating e responsabilità civile: una soluzione «contrattuale»*, Mercato Concorrenza Regole, Il Mulino, 2014.

PARTNOY F., *The Siskel and Ebert of financial market: two thumbs down for the credit rating agencies*, in "Washington University Law Quarterly", pp.619-712, Vol.77, n.3, 1999.

PELLEGRINI M., *Da un riscontro di regolarità alla "supervisione". La svolta disciplinare degli intermediari finanziari non bancari*, in Banca borsa tit. cred., pp.593 e ss., 2009.

PELLEGRINI M., *Giurisdizione, diritto ed inaccettabile "compensazione sociale"*, nota a Tribunale di Venezia, Sezione distaccata di Chioggia, ordinanza 24 novembre 2005, in Mondo bancario, 2005.

- PELLEGRINI M., *Le imprese di investimento*, in AA. VV., *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di Francesco Capriglione, 2012.
- PELLEGRINI M., *Banca centrale nazionale e Unione monetaria europea. Il caso italiano*, Cacucci, 2003.
- PELLEGRINI M., *L'architettura di vertice dell'ordinamento finanziario europeo: funzioni e limiti della supervisione*, in Riv. Trim. Dir. Econ., 2012.
- PELLEGRINI M., *Etica e regole di condotta degli intermediari finanziari*, in AA. VV., *Banche ed etica*, a cura di Sabbatelli, 2013.
- PERRONE A., *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, Milano, Giuffrè, 2003.
- PIANESI L., *Le agenzie di rating tra privatizzazioni di funzioni pubbliche opinioni private geneticamente modificate*, in Riv. Trim. dir. Pubbl., 2011.
- PICCIAU C., *Diffusione di giudizi inesatti nel mercato finanziario e responsabilità delle agenzie di rating*, EGEA, 2018.
- PRESTI G., *Take the «AAA» train: note introduttive sul rating*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2012.
- PROSPERETTI L., *La possibile responsabilità civile delle società di rating: alcune riflessioni in chiave economica*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2012.
- RESTI A. e SIRONI A., *Rischio e valore nelle banche*, Egea, 2008
- RODORF R., *Importanza e limiti dell'informazione nei mercati finanziari*, in "Giurisprudenza Commerciale", n.6/2002, pp.773.
- ROSSEAU S., *Regulating Credit Rating Agencies after the financial crisis: the long and winding road toward accountability*, in *Capital Markets Institute Research Paper*, 2009,
- SACCO GINEVRI A., *Le società di rating nel regolamento CE n.1060/2009: profili organizzativi dell'attività*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2010.
- SCARONI C., *La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, in *Contr. e impr.*, 2011.
- SIRIANNI G., *Il rating sovrano*, in *Costituzionalismo*, 2012.
- STIGLITZ J. E. e WEISS A., *Credit Rationing in Markets with Imperfect Information*, *The American Economic Review*, 1981.
- TREACY W. F. e CAREY M., *Journal of Banking & Finance*, 2000.
- TROISI A., *Le agenzie di rating, regime disciplinare e profili evolutivi*, Cedam, 2013.
- VARETTO F. e SZEGO G., *Il rischio creditizio*, UTET università, 1999.

Sitografia

www.standardandpoors.com

www.moody.com

www.fitchratings.com

www.esma.europa.eu

www.ilsole24ore.com

www.scholarship.law.columbia.edu

www.consob.it

www.costituzionalismo.it/articoli

www.gruppoagentigenerali.it

www.bancaditalia.it

www.borsaitaliana.it

www.eurlex.europa.eu

www.esma.europa.eu

www.internazionale.it

www.europarl.europa.eu

www.repubblica.it/economia

www.gsi-alliance.org

www.cdp.net

www.globalreporting.org/standards

www.integratedreporting.org

Riassunto

Per rating del credito si intende «*un parere relativo del merito creditizio di un'entità, di un'obbligazione di debito, o finanziaria, di titoli di debito, di azioni privilegiate o di altri strumenti finanziari ... emessi utilizzando un sistema di classificazione di categorie di rating stabilito e definito*»¹⁹⁴. Le agenzie di rating sono degli intermediari finanziari che si collocano tra gli enti che emettono titoli (aziende, Stati, società pubbliche/private) e gli investitori (privati o istituzionali). Queste agenzie svolgono studi economico-finanziari con l'intento di fornire al mercato un'opinione neutrale del merito creditizio di società emittenti o singoli strumenti di debito. In base alle stime che vengono proposte al pubblico, gli investitori si muoveranno di conseguenza. Il termine rating significa letteralmente “valutare, giudicare”.

La valutazione che viene fornita dalle agenzie attraverso l'assegnazione di un valore alfanumerico è di tipo quantitativo-qualitativo. Spesso i concetti di rating e scoring vengono associati, quando nella realtà risultano essere piuttosto differenti l'uno dall'altro. Il rating è un giudizio che tiene in considerazione, oltre alle variabili che possono essere conteggiate a livello matematico-statistico, anche aspetti qualitativi, come: qualità del management, settore di appartenenza della società e rapporto con i competitors. La valutazione avviene attraverso il *metodo comparativo*, ovvero il rating assegnato ad una società non può esistere da solo, ma si avrà solo in relazione ad altri ratings. Dire che un'emissione obbligazionaria, in termini di rating, è sicura non ha alcun significato, o meglio è di difficile interpretazione; al contrario, dire che un'emissione obbligazionaria è più sicura di un'altra assume tutt'altro valore. Lo score è un punteggio che viene determinato attraverso metodi, modelli e software matematico-statistici, i quali tengono in considerazione unicamente aspetti *quantitativi*. Al termine delle analisi quantitative-qualitative le agenzie di rating esprimono un giudizio sintetico facilmente comprensibile a tutti gli investitori. Infatti, le più note agenzie di rating (S&P, Moody's e Fitch) emettono la propria valutazione attraverso una scala di valori andando dalla classe più sicura AAA (basso rischio di credito) alla meno affidabile D (la società è in fallimento, alto rischio di credito). Una volta definita la scala di valori è possibile sapere quale titolo risulta più sicuro di altri. Come possiamo verificare dalla figura 1, i giudizi di espressi dalle agenzie di rating sono riconducibili a due macro-classi:

- *Investment grade*. Titoli di qualità superiore alla soglia BBB- (S&P e Fitch) e Baa3 (Moody's), ritenuti altamente sicuri.
- *Speculative grade*. Titoli al di sotto della soglia BBB- (S&P e Fitch) e Baa3 (Moody's), considerati di qualità inferiore e quindi più rischiosi da un punto di vista di merito del credito.

¹⁹⁴ Art.3, par.1, lett. a, del Regolamento (CE) n.1060/2009.

Inoltre, il giudizio pubblicato dalle agenzie di rating non deve inevitabilmente riferirsi ad una società emittente nel suo complesso, ma può essere rivolto anche ad un singolo strumento di debito. La natura stessa delle agenzie di rating si fonda sulla fiducia che gli investitori ripongono in esse, quindi è obiettivo delle agenzie quello di esprimere un giudizio il più possibile realistico e corretto. La valutazione che viene espressa dalle agenzie potrà essere verificata solo in un momento futuro, infatti il rating è un giudizio “*previsionale/prognostico*”. Nel momento in cui viene espresso il giudizio, l’agenzia non ha alcuna certezza che si realizzi effettivamente in futuro. A conferma di quanto detto ci vengono in aiuto i numerosi modelli che validano il rating emesso, ovvero modelli che attestano con una determinata probabilità il fatto che il giudizio emesso sia corretto. Quanto appena espresso fa emergere che il giudizio emanato dalle agenzie, vista la sua natura previsionale e visto che nessuno è in grado di prevedere il futuro, non deve essere dato per scontato, ma potrebbe essere soggetto ad errore. Ogni agenzia di rating emette un giudizio alfanumerico associato al merito creditizio di una società emittente/strumento di debito, senza però esprimere effettivamente la probabilità di default associata. Inoltre, i ratings assegnati dalle agenzie non forniscono alcuna indicazione di natura quantitativa, nel senso che, non è deducibile la probabilità di default associata ad ogni fascia. Un’altra considerazione che possiamo fare riguarda il fatto che i pareri espressi dalle agenzie di rating si riferiscono unicamente al rischio di credito. Esse non segnalano minimamente i pericoli connessi ad un investimento per quanto riguarda: rischio di tasso di interesse, rischio di mercato, rischio di cambio. La valutazione è determinata esclusivamente dal “*merito creditizio*” che viene poi classificato attraverso una scala di valori. Per rischio di credito si intende il rischio sopportato dal creditore dal momento che ci sia una qualsiasi probabilità che la controparte del rapporto creditizio non adempia tempestivamente ed integralmente l’obbligazione assunta. Per rischio di credito non viene inteso unicamente il default della controparte ma anche l’eventualità che questa subisca un downgrading (peggioramento del merito creditizio). Le componenti del rischio di credito sono: Expected Loss (EL, perdita attesa) e Unexpected Loss (UL, perdita inattesa).

Da un punto di vista storico le agenzie di rating hanno fatto la loro comparsa sul mercato durante i primi anni nel Novecento negli Stati Uniti. Le Credit Rating Agencies (CRAs) si svilupparono contestualmente alla forte diffusione delle obbligazioni emesse dalle società americane per ottenere finanziamenti da impiegare nelle infrastrutture. Siamo negli anni che vengono ricordati dalla storia come la “seconda rivoluzione industriale”. Moody’s fu la prima agenzia ad emettere un rating (1909), l’intuizione del fondatore J. Moody fu quella di fornire al pubblico degli investitori, anche meno esperti, delle informazioni di semplice comprensione sull’affidabilità delle obbligazioni in circolo. Il mercato delle agenzie di rating, nonostante gli innumerevoli tentativi compiuti dal legislatore per favorire una maggiore concorrenza, fu sempre dominato dalle tre sorelle: Standard & Poor’s, Moody’s e Fitch. Una spiegazione effettiva al perché questo è stato, e tutt’ora è, un oligopolio in cui poche società detengono la maggioranza delle quote di mercato non vi è. In questa sede l’elaborato si limita a constatare il fatto che il mercato delle agenzie di rating si fonda sulla fiducia che gli investitori ripongono nei giudizi espressi dalle agenzie, quindi qualora ci dovesse essere una nuova società

entrante, questa dovrebbe dimostrare nel corso negli anni di emettere costantemente giudizi verificatisi ex post corretti, così da poter sottrarre quote di mercato alle big three. Inizialmente, i rating avevano natura unicamente informativa, ma con il passare degli anni invece, iniziarono ad assumere un ruolo sempre più “regolamentare/certificativo”¹⁹⁵, ovvero un parametro che gli intermediari bancari devono necessariamente tenere in considerazione nella valutazione dei requisiti patrimoniali obbligatori e per quanto riguarda l’adeguatezza del patrimonio di vigilanza.

Un punto di partenza quando si parla di informazione¹⁹⁶ in un contesto finanziario è quello della teoria della Efficient Market Hypothesis¹⁹⁷ (EMH, anche conosciuta come “Teoria dei mercati efficienti”). Questa teoria poggia sul presupposto che i prezzi attuali dei titoli quotati in borsa riflettono correttamente tutta l’informazione disponibile sul mercato. Maggiore è l’informazione che si possiede più alta è la probabilità che si possa assegnare un valore economico al singolo prodotto finanziario quanto più realistico e veritiero. Possiamo riassumere che l’informazione è il mezzo attraverso cui si sopperisce alla totale immaterialità di una ricchezza che fisicamente è assente. Valutare correttamente un prodotto finanziario è un processo estremamente complesso già per un investitore esperto, tanto più per gli investitori naive¹⁹⁸. Affinché gli investitori possano compiere delle scelte quanto più possibili razionali è necessario che questi possano godere di un set informativo il più ampio possibile. In moltissimi libri di finanza, ma generalmente anche nei libri di economia, viene trattato l’argomento dell’efficienza dei mercati¹⁹⁹. Il concetto di mercati finanziari efficienti è estremamente utilizzato dalla letteratura a livello teorico, ma riscontra un forte limite dal punto di vista pratico. Infatti, nei mercati, sia per i prodotti finanziari che vengono scambiati sia per i soggetti che lo compongono, si riscontrano forti asimmetrie informative. Le informazioni non vengono scambiate in maniera omogenea e questo crea il presupposto per comportamenti opportunistici ed inefficienti.

¹⁹⁵ Cfr. S. CHOI, *Market Lessons for Gatekeepers*, Northwestern University, School of law, 1998.

¹⁹⁶ Sulle varie definizioni che sono state date del termine “informazione” si veda anche H. P. MANSEL, *L’immaterialità e l’ubiquità dell’informazione ed il loro ruolo nella disciplina della responsabilità per informazione; Elementi di un ordinamento dell’informazione*, in Studi in onore di Pietro Rescigno, Responsabilità civile e tutela dei diritti, Giuffrè, Milano, 1998, p.302 e ss.

¹⁹⁷ Il promotore della sopramenzionata teoria fu E. Fama, noto economista statunitense che nel 2013 vinse il premio Nobel per l’economia. Tra i suoi lavori di maggior rilievo spicca “*The Behaviour of Stock Market Prices*”, in cui viene concluso che la variazione di prezzo delle azioni sono casuali e seguono un cammino casuale, il c.d. random walks. Inoltre, Fama è noto anche per essere stato l’autore dell’ipotesi del mercato efficiente;

Cfr. E. FAMA, *Efficient capital markets: A review of theory and empirical work*, in The journal of Finance, 1970.

¹⁹⁸ Per investitore “naive” si intende un qualsiasi investitore che non possiede particolari conoscenze tecniche e non ha esperienza nel settore finanziario.

¹⁹⁹ Tre sono le ipotesi di efficienza dei mercati: *efficienza forte* (i prezzi di mercato riflettono tutta l’informazione disponibile, pubblica e privata); *efficienza semi-forte* (oltre a riflettere le informazioni dei prezzi passati, i mercati riflettono tutte le informazioni pubbliche); *efficienza debole* (i prezzi attuali di mercato incorporano tutte le informazioni che riguardano i prezzi passati).

Il modello originariamente adottato dalle agenzie di rating fu quello dell'investor-pay, il quale prevede che siano gli investitori a pagare l'agenzia per avere accesso a contenuti informativi riguardanti società emittenti. Lo scopo di questo modello è rintracciabile nella riduzione dei costi informativi. Infatti, il processo di ricerca, analisi ed elaborazione delle informazioni rilevanti sulle società emittenti, può essere, per gli investitori, estremamente dispendioso, sia in termini di tempo che di costi. Soprattutto agli albori delle agenzie di rating, solo pochissimi esperti del settore detenevano una considerevole conoscenza del mercato finanziario, proprio per questo motivo la maggior parte degli investitori preferiva fare ricorso alle informazioni che venivano vendute dalle agenzie specializzate piuttosto che compiere un'analisi individuale. Nel corso degli anni la situazione è cambiata radicalmente, infatti si è passati dal modello investor-pay al modello issuer-pay. Una delle possibili motivazioni che ha causato questo passaggio è rintracciabile nel fenomeno del free riding ²⁰⁰. Nel più recente modello sono le società stesse che pagano per ricevere un rating ed attirare investitori. Le agenzie, quindi, vengono remunerate dalle società emittenti e non più dagli investitori. Appare evidente, così come è stata presentata la situazione, il delinearsi di un forte conflitto di interessi. Le agenzie di rating sono incentivate ad emettere giudizi eccessivamente generosi cercando di ottenere una quota di mercato maggiore. A scongiurare il rischio di conflitto di interessi, oltre che le numerose norme che si sono espresse in merito, è la fiducia degli investitori. Se più volte accade che i ratings emessi dalle agenzie non rispecchiano la realtà, comportando perdite di capitali per gli investitori, questi non si fideranno più dei giudizi e l'intero sistema sarebbe altamente compromesso.

La crisi dei mutui subprime ha colpito l'economia mondiale ed ha innescato, quella che è nota dalla storia come, la grande recessione ²⁰¹. Negli anni 2006/07 gli investitori fecero uno spropositato affidamento nei ratings. Come già detto, i giudizi espressi dalle agenzie sono delle previsioni future, in quanto tali non sono certe, quindi, l'affidamento degli investitori deve essere moderato e consapevole. Può accadere, ed è accaduto già anni prima della crisi dei subprime, che le agenzie emettessero ratings sbagliati. A posteriori possiamo affermare che i principali errori commessi dalle agenzie di rating furono:

- Emissione di ratings eccessivamente ottimisti.
- Scarsa tempestività nell'aggiornare i ratings sulla base della situazione attuale.

²⁰⁰ Il *free riding* è un fenomeno associabile al "parassitismo". Gli individui mettono in atto delle strategie volte a conseguire un vantaggio, risparmiando sul proprio contributo alla produzione del bene, e cercando di avvantaggiarsi dell'apporto fornito dagli altri membri.

²⁰¹ Crisi economia di carattere mondiale avvenuta tra il 2007 e il 2013, innescata dalla crisi dei mutui subprime.

Molti esperti del settore, anni dopo che si era manifestata la crisi, hanno rintracciato forti problematiche anche nella regolamentazione, soprattutto per quanto riguarda i principi IAS e Basilea II, i quali hanno incentivato gli investitori ad affidarsi prevalentemente ai giudizi e ai modelli di rating scoring²⁰². Questa gravissima crisi innescò a sua volta la crisi dei debiti sovrani che si è venuta a manifestare nel 2009. I forti declassamenti apportati dalle principali agenzie di rating (Standard & Poor's, Moody's e Fitch) sui rating sovrani di alcuni Stati membri dell'Unione Europea, hanno contribuito notevolmente ad incrementare le perdite economiche e hanno creato un clima di instabilità finanziaria generale. I rating sovrani non sono solicited ratings, ovvero non vengono espressamente richiesti dagli Stati, ma rientrano nella categoria degli unsolicited ratings, quindi pubblicati direttamente dalle agenzie di rating. In tal senso il meccanismo di ricompensa che le agenzie di rating ottengono con il modello issuer-pay viene meno.

Per quanto riguarda la metodologia di calcolo adottata dalle principali agenzie di rating possiamo affermare che fondamentali novità furono introdotte con Basilea II (2007), il cui obiettivo primario fu quello di garantire una maggiore stabilità del sistema finanziario. Basilea II, con riferimento al rischio di credito, ha introdotto due metodi alternativi di calcolo:

- Standard Approach. Secondo il modello dello Standard Approach, il rischio di credito sopportato da un istituto bancario può essere valutato da un'agenzia di rating esterna che rientri nella categoria delle External Credit Assessment Institutions (ECAI), quindi espressamente autorizzata dalle autorità di vigilanza. In tal caso, le agenzie di rating emettono giudizi relativi ad ogni singolo strumento di debito. Chiaramente a ratings maggiori corrispondono coefficienti di ponderazione inferiori, e viceversa²⁰³. Una volta che le agenzie di rating hanno espresso il proprio giudizio e lo hanno comunicato, gli istituti bancari dovranno applicare uno specifico coefficiente di ponderazione, definito dalle autorità di vigilanza, al credito concesso, così da preservare parte della liquidità.
- Internal Rating Based (IRB). Con l'applicazione del modello IRB, sarà la banca stessa ad emettere, attraverso specifici modelli di analisi, preventivamente autorizzati dalle rispettive Banche Nazionali, giudizi sugli strumenti di debito. Con l'applicazione di questo modello, il rischio di credito è funzione di quattro componenti: probabilità di default (PD), tasso di perdita in caso di default (LGD, Loss Given Default), esposizione al momento del default (EAD, Exposure At Default), scadenza (M, Maturity).

In questa sede non entreremo nel dettaglio dei metodi effettivamente impiegati dalle agenzie ai fini del calcolo del rating, ma è comunque necessario compiere una precisazione: il rating segue un processo diverso a seconda che venga assegnato dalle agenzie di rating, c.d. rating esterno; oppure che venga attribuito direttamente dalle

²⁰² Riguardo al metodo di scoring si veda L. PROSPERETTI, *La possibile responsabilità civile delle società di rating: alcune riflessioni in chiave economica*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2012, pag. 459.

²⁰³ Cfr. A. MALINCONICO, *Il credit risk management del portafoglio prestiti: da Basilea1 a Basilea 3*, FrancoAngeli, 2012, pp. 126-127.

banche, c.d. rating interno. Di seguito cercheremo di comprendere al meglio le differenze che emergono da questi due differenti approcci. Iniziamo l'analisi con un approfondimento sui rating esterni, ovvero i giudizi espressi dalle agenzie di rating. Quest'ultime svolgono la funzione di emissione di giudizi a favore degli investitori presenti sul mercato. Le valutazioni compiute dalle agenzie di rating vanno ad influenzare le scelte di investimento degli operatori sul mercato. Quindi, il ruolo delle agenzie di rating è quello di emettere un'opinione indipendente e neutrale fondata su criteri oggettivi. Come già detto in precedenza, trasmettere fiducia al pubblico degli investitori, attraverso la pubblicazione di giudizi realistici e corretti, è uno dei compiti fondamentali che le agenzie di rating devono svolgere. Solitamente, le controparti delle agenzie di rating sono enti di grandi dimensioni (Stati Sovrani, grandi imprese). Di conseguenza, l'accesso informativo risulta essere notevolmente maggiore rispetto al caso in cui si hanno come controparti singoli investitori retail. È chiaro che reperire informazioni riguardanti pochi colossi del mercato è un compito più agevole rispetto al reperire informazioni su una moltitudine di piccoli investitori retail. L'approccio dei rating interni, ovvero i ratings usati dalle banche, prevede l'emissione di giudizi per finalità interne e non per consentire una maggiore informazione agli investitori. Le banche pubblicano ratings per sé stesse, ovvero per avere un quadro completo e generale della situazione crediti/debiti. Possiamo affermare che le banche sono allo stesso tempo autori e beneficiari dei ratings da loro stesse emessi. Le controparti con le quali le banche si trovano ad instaurare rapporti, possono essere anche piccoli investitori retail. Quindi, il processo di analisi e ricerca delle informazioni rilevanti è sicuramente più dispendioso, sia in termini di tempo che economici, rispetto a quanto avviene per le agenzie di rating. Un'altra differenza che emerge tra rating esterni e rating interni, in seguito evidenziata, riguarda gli approcci "through the cycle" e "point in time". È necessario precisare fin da subito che sia le agenzie di rating che le banche possono adottare entrambi gli approcci. Generalmente, le agenzie di rating seguono l'approccio "through the cycle"²⁰⁴, ovvero valutano il merito creditizio di una società emittente tenendo in considerazione l'eventualità di una recessione, nonostante la situazione attuale del mercato sia favorevole. Al contrario, la metodologia frequentemente applicata dalle banche è nota come "point in time", ovvero viene valutato il merito creditizio allo stato attuale dei fatti, senza considerare eventuali fasi espansive/recessive dell'economia in generale. È opportuno sottolineare ancora una volta che non vi è alcun divieto al fatto che le agenzie di rating possano adottare l'approccio "point in time", e viceversa, che le banche adottino l'approccio "through the cycle". L'intenzione dell'elaborato è semplicemente quella di risaltare le differenze tra i due approcci.

In passato le agenzie di rating erano piuttosto restie nel comunicare al mercato le metodologie di calcolo adottate al fine di emettere un rating. Con la crisi dei mutui subprime e dei debiti sovrani la normativa ha imposto alle agenzie degli obblighi in merito alla pubblicazione di metodologie di calcolo applicate. Come già detto, il rating scaturisce dalla combinazione di analisi quantitative e qualitative. Da un punto di vista quantitativo, c.d. *financial risk*, le analisi condotte dalle agenzie di rating si sviluppano a partire da uno studio

²⁰⁴ Cfr. W. F. TREACY e M. CAREY, *Journal of Banking & Finance*, 2000.

approfondito del bilancio delle società emittenti. L'analisi delle poste in bilancio porta alla formulazione di indici (ratio) finanziari, i quali possono essere fra loro confrontati. Tali indici (ratio) vengono comparati con i valori delle società a cui l'agenzia ha già assegnato un determinato rating. Da un punto di vista qualitativo, c.d. *business risk*, le agenzie di rating devono valutare il contesto economico e di mercato nel quale le società emittenti operano. In questa fase è fondamentale il ruolo che ricoprono gli analisti finanziari delle agenzie di rating, poiché le informazioni che si ottengono attraverso l'analisi business sono di tipo qualitativo e quindi difficilmente conteggiabili a livello matematico. Nello studio del financial risk, le agenzie di rating, spesso si trovano ad avere risultati piuttosto simili, poiché questi provengono da analisi compiute attraverso modelli matematico-statistici. Al contrario, nel caso del business risk la valutazione compiuta dagli analisti delle agenzie di rating può divergere notevolmente a causa delle diverse interpretazioni delle informazioni rilevanti disponibili. In generale per confrontare i giudizi emessi dalle diverse agenzie di rating è necessario che queste partano da una definizione di default univoca. Attualmente non vi è alcuna norma in vigore che obblighi le agenzie di rating ad attribuire una definizione analoga al default, anzi le agenzie forniscono interpretazioni diverse del termine. È quindi fondamentale che gli investitori, quando procedono al confronto dei ratings emessi su una stessa società, tengano conto del fatto che le agenzie possono aver attribuito due diversi significati al termine default, il che ne comporta inevitabilmente ratings diversi. Da un punto di vista prettamente matematico-finanziario due sono i principali metodi di calcolo della probabilità di default: l'analisi discriminante lineare e i modelli di regressione lineare. Al termine del processo di assegnazione del rating, negli ultimi anni, hanno preso enormemente piede i diversi metodi di validazione del rating, ovvero modelli, utilizzati dalle stesse agenzie e dalle autorità di vigilanza, che permettono di verificare la veridicità di un rating. Nello scenario mondiale attuale, le agenzie di rating detengono un potere enorme, avendo la capacità/possibilità di indirizzare gli investimenti attraverso la pubblicazione di giudizi su società emittenti. Per questo motivo, è fondamentale che il legislatore cerchi il più possibile di regolamentarne l'operato. Inoltre, a causa delle crisi finanziarie dei mutui subprime e dei debiti sovrani, in cui le agenzie di rating hanno svolto un ruolo determinante, la normativa è stata necessariamente aggiornata al fine di evitare che eventi di tale portata catastrofica per il mondo finanziario si ripetessero in futuro. Inizialmente, il rating si sviluppò e prese piede principalmente negli USA, non a caso le big three sono tutte e tre agenzie di rating statunitensi. Al contrario, in Europa l'attività svolta dalle agenzie di rating si è sviluppata molti anni dopo. In passato il principio alla base del sistema economico riguardante le agenzie di rating era quello del *laissez-faire*²⁰⁵, in cui

²⁰⁵ Il *laissez-faire* è un principio economico che può essere associato al liberalismo economico. Secondo tale principio si prevede che non vi sia l'intervento degli Stati in ambito economico, ma sarà il mercato ad autoregolarsi.

si assisteva alla prevalenza della *deregulation*²⁰⁶ e all'applicazione di principi di *soft law*²⁰⁷. Lo scenario mondiale, prima che si sviluppasse definitivamente la regolamentazione sulle agenzie di rating, rimanda fortemente all'ideale di A. Smith. In tale contesto, secondo Smith, il mercato è governato dalla c.d. *mano invisibile*²⁰⁸, ovvero una metafora che sta ad indicare che i mercati tendono all'equilibrio autonomamente e spontaneamente, attraverso il libero incontro tra domanda e offerta, quindi, senza che sia necessario l'intervento di Stati e/o governi. Uno dei presunti motivi per cui il processo di regolamentazione delle agenzie di rating avvenne in Europa molti anni dopo rispetto agli USA, va rintracciato nel fatto che fino all'introduzione dell'euro, il mercato obbligazionario europeo non era sufficientemente grande. Dato emblematico a riguardo è la Comunicazione della Commissione 2006/C²⁰⁹, la quale aveva rifiutato la proposta del Parlamento Europeo di regolamentare il sistema di funzionamento dei ratings. Infatti, fino al 2009, le agenzie di rating subirono unicamente le c.d. *sanzioni dal mercato*, ovvero, perdita di reputazione, e di conseguenza quote di mercato, a causa dell'emissione di ratings che si rivelavano sbagliati. Successivamente, anche e soprattutto a causa della crisi dei mutui subprime, il legislatore europeo decise di intervenire, cercando di introdurre una regolamentazione che coinvolgesse le agenzie di rating. Il primo fondamentale evento normativo europeo che riguarda le agenzie di rating fu il Regolamento CE n.1060/2009. Successivamente questo Regolamento fu riesaminato ed aggiornato con il Regolamento UE n.513/2011. Infine, altro evento regolamentare di fondamentale importanza fu il Regolamento UE n.462/2013, anch'esso un'integrazione che apporta delle modifiche al Regolamento CE n.1060/2009.

Strettamente legato al tema della normativa rientra il concetto di responsabilità. Per capire se e come le responsabilità possono essere attribuite alle agenzie di rating, è necessario capire innanzitutto se il rating porta con sé una serie di oneri oppure se è una mera opinione. Le agenzie di rating sostengono esplicitamente che i giudizi da loro pubblicati sono da considerarsi come mere opinioni, equiparando l'attività di rating al giornalismo, il che ne farebbe conseguire l'applicabilità del principio della libertà di manifestazione del pensiero²¹⁰. Infatti, le agenzie di rating fanno spesso ricorso alle c.d. *disclaimers*, ovvero esclusioni di

²⁰⁶ La *deregulation* è il processo economico secondo cui Stati e governi diminuiscono al minimo, o addirittura eliminano, ogni tipo di controllo sul mercato e lasciano che questo si governi autonomamente attraverso l'incontro tra domanda e offerta.

²⁰⁷ Il termine *soft law* è utilizzato prevalentemente in ambito giuridico ed è utilizzato come antitesi di *hard law*. La traduzione letterale del termine, ovvero "legge debole" ci aiuta a definirne le caratteristiche peculiari. In generale, contrariamente a quanto avviene per le *hard law*, la *soft law* non costituisce l'esito di una formale procedura di produzione normativa attivata da un ordinamento giuridico;

Cfr. V. LEMMA, *Soft law e regolazione finanziaria*, in Nuova giur. civ. comm., p.600 e ss., 2006.

²⁰⁸ Il tema della *mano invisibile* può sviluppato nella celebre opera di A. Smith "An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations" 1776.

²⁰⁹ Per leggere la comunicazione integrale: www.eur-lex.europa.eu

²¹⁰ Le agenzie di rating nello svolgimento delle loro attività fanno appello al Primo Emendamento della Costituzione americana: «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

responsabilità. Inoltre, è stato rimarcato spesso il fatto che le agenzie di rating non devono essere considerate come consulenti finanziari, anzi, quest'ultime esortano gli investitori a farsi accompagnare da soggetti specializzati nel processo di selezione degli investimenti. Infatti, cercano di fornire agli investitori un quadro ampio e dettagliato del contesto finanziario, così da colmare le asimmetrie informative, ma non suggeriscono il alcun modo come impiegare il denaro e su quale società/strumento di debito investire. Dal momento in cui gli analisti finanziari, operanti presso le agenzie di rating, decidono di pubblicare su riviste o giornali finanziari opportunità di investimento convenienti, devono esprimere chiaramente che le loro sono unicamente delle "suggestions". Un possibile caso in cui le agenzie di rating potrebbero essere esposte ad azioni legali riguardanti la responsabilità concerne la messa in atto di comportamenti negligenti. È però estremamente complesso, per la parte lesa, dimostrare che hanno compiuto azioni negligenti, poiché è necessario, tra l'altro, fornire prove che le azioni compiute dalle agenzie siano state effettuate con malizia. Inoltre, nel caso in cui un'agenzia di rating dovesse essere citata in giudizio, l'onere della prova spetterebbe alla parte lesa, ovvero è compito di quest'ultima dimostrare che sia realmente avvenuto un contatto sociale tra le due parti. La dottrina più volte nel corso degli anni si è dibattuta ²¹¹ sull'idea di riconoscere una responsabilità in capo alle agenzie di rating. Il payoff che viene a crearsi appare piuttosto evidente: da un lato, le agenzie di rating saranno motivate e spronate ad emettere giudizi il più possibile realistici e veritieri, limitando al minimo l'eventualità di conflitti di interesse, poiché, nel caso in cui i giudizi si verificano ex post sbagliati, le agenzie dovranno risarcire la controparte contrattuale; dall'altro lato, è opportuno precisare che l'operato svolto dalle agenzie di rating è di natura "prognostica", quindi soggetto ad elevata imprevedibilità. Se più rating emessi dovessero verificarsi, ex post, scorretti a causa di eventi imprevedibili (vedi Covid-19), le agenzie si troveranno a dover risarcire un numero eccessivamente elevato di controparti e quindi saranno soggette a fallimento. Negli ultimi anni il tema relativo alle responsabilità riconducibili in capo alle agenzie di rating si è leggermente modificato. La situazione è mutata a seconda del ruolo attivo/passivo che le agenzie di rating ricoprono nella valutazione di determinati strumenti di debito.

grievances» e all'art.21 della Costituzione italiana «Tutti hanno diritto di manifestare liberamente il proprio pensiero con la parola, lo scritto e ogni altro mezzo di diffusione. La stampa non può essere soggetta ad autorizzazioni o censure. Si può procedere a sequestro soltanto per atto motivato dell'autorità giudiziaria [cfr. art.111 c.1] nel caso di delitti, per i quali la legge sulla stampa espressamente lo autorizzi, o nel caso di violazione delle norme che la legge stessa prescriva per l'indicazione dei responsabili. In tali casi, quando vi sia assoluta urgenza e non sia possibile il tempestivo intervento dell'autorità giudiziaria, il sequestro della stampa periodica può essere eseguito da ufficiali di polizia giudiziaria, che devono immediatamente, e non mai oltre ventiquattro ore, fare denuncia all'autorità giudiziaria. Se questa non lo convalida nelle ventiquattro ore successive, il sequestro s'intende revocato e privo d'ogni effetto. La legge può stabilire, con norme di carattere generale, che siano resi noti i mezzi di finanziamento della stampa periodica. Sono vietate le pubblicazioni a stampa, gli spettacoli e tutte le altre manifestazioni contrarie al buon costume. La legge stabilisce provvedimenti adeguati a prevenire e a reprimere le violazioni».

²¹¹ Cfr. A. M. PACCE, A. ROMANO e A. TROISI, *Agenzie di rating e responsabilità civile: una soluzione «contrattuale»*, Mercato Concorrenza Regole, Il Mulino, 2014.

Le responsabilità imputabili alle agenzie di rating portano con sé effetti di diversa natura a seconda che la controparte contrattuale sia un investitore o una società emittente. In generale, qualsiasi commento inerente alla responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli emittenti, così come fatto per la categoria degli investitori, parte da una minuziosa analisi dell'art.35-bis del Regolamento UE n.462/2013. In particolare, la categoria degli investitori, istituzionali ed in particolar modo i retail, fanno forte affidamento ai giudizi espressi dalle agenzie di rating per investire il proprio capitale. Per determinare l'eventualità di una responsabilità riconducibile al giudizio espresso dalle agenzie di rating è necessario definire il rapporto contrattuale/extra contrattuale che intercorre tra l'investitore e l'agenzia stessa ²¹². Infatti, è espressamente chiarito dal legislatore che le agenzie di rating saranno tenute a risarcire il danno procurato all'investitore quando tra le parti vi è un regolare vincolo contrattuale ²¹³. Con la firma del contratto ²¹⁴, la situazione giuridica risulta essere facilmente risolta, poiché dal momento che l'agenzia di rating si ritrova ad aver emesso un rating verificatosi inesatto ex post, sarà soggetta, solo in alcuni specifici casi, a responsabilità nei confronti dell'investitore in base all'ex art.1218 del Codice civile ²¹⁵. L'investitore dovrà fornire unicamente prova che il contratto è stato concluso regolarmente, spetterà all'agenzia di rating l'onere probatorio. Lo scenario risulta complicarsi notevolmente nel caso in cui l'investitore intenda chiedere il risarcimento del danno dal momento che non vi sia un dichiarato rapporto negoziale, ovvero il rapporto intercorrente tra le parti è completamente astratto ²¹⁶, cioè l'investitore ha visionato i ratings emessi su titoli/società attraverso la lettura dei diversi canali di informazione finanziaria senza aver avuto alcun contatto diretto con l'agenzia di rating. Con il profilarsi di tale scenario, l'investitore potrebbe richiedere il risarcimento del danno da lui patito, a causa dell'eventuale errore valutativo commesso dall'agenzia di rating su un determinato titolo, quando in realtà la scelta di investimento è stata consigliata da un consulente finanziario. Inoltre, le agenzie di rating sostengono che non possono, e non sono tenute, a risarcire tutti gli investitori, poiché i ratings emessi possono liberamente e gratuitamente circolare tra il pubblico, quindi nel caso in cui l'agenzia dovesse commettere un errore di valutazione, il che può accadere vista la natura estremamente complessa ed imprevedibile del mercato finanziario, ci sarebbero migliaia di investitori che potrebbero richiedere il risarcimento, il che comporterebbe l'immediato fallimento per l'agenzia. In tali casi il legislatore ha deciso di impostare un sistema probatorio dove l'onere della prova spetta all'investitore. La motivazione di tale scelta è da rintracciarsi nell'intento di disincentivare l'eccessivo affidamento, compiuto in particolar modo dagli investitori retail, che moltissimi investitori ripongono nel

²¹² Cfr. P. LUCANTONI, *La responsabilità contrattuale dell'intermediario per la gestione del portafoglio di investimento in difformità al benchmark indicato dal cliente: l'impatto del recepimento della direttiva Mifid*, in Banca borsa tit. cred., 2009.

²¹³ Cfr. G. ALPA, *Il danno da informazione economica*, in Riv. Not., 1997.

²¹⁴ c.d. contratto a titolo oneroso.

²¹⁵ Ex art. 1218 Codice civile, responsabilità del debitore, «*Il debitore che non esegue esattamente la prestazione dovuta è tenuto al risarcimento del danno, se non prova che l'inadempimento o il ritardo è stato determinato da impossibilità della prestazione derivante da causa a lui non imputabile*».

²¹⁶ c.d. contratto a titolo gratuito.

rating, c.d. *over-reliance*. Un tale sistema probatorio spinge l'investitore a compiere processi di selezione dell'investimento piuttosto complessi, in termini economici e di tempo, poiché, come appena descritto, l'eventualità che venga riconosciuto il risarcimento del danno nei confronti dell'agenzia di rating è altamente improbabile. Per quanto riguarda la responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli emittenti, la situazione assume connotati estremamente diversi dal momento che si tratti di solicited rating o unsolicited ratings²¹⁷. Nel caso in cui il rating sia sollecitato direttamente dalla società emittente, la situazione si risolve in modo piuttosto agevole. Questo perché, con l'applicazione del modello issuer-pay, in cui la società stessa richiede di essere valutata, il processo di pubblicazione del rating termina unicamente con la conferma da parte della società. Se l'agenzia di rating valuta una società e quest'ultima crede che il rating assegnato sia eccessivamente basso, può fornire all'agenzia nuova informazione così da condizionare la revisione del rating²¹⁸. Tale procedimento avviene all'oscuro del mercato e la pubblicazione del rating avverrà solo nel momento in cui la società approva la sua emissione. Di conseguenza è altamente improbabile che la società emittente intenda muovere azioni legali nei confronti dell'agenzia di rating, poiché è stata essa stessa a dare conferma della pubblicazione del rating. La situazione risulta essere diametralmente opposta nel caso in cui si tratti di unsolicited ratings. In tal caso, l'agenzia di rating pubblicherà un giudizio su una determinata società emittente senza che tra le due parti vi sia un dichiarato vincolo contrattuale. Dato che la tipologia di rapporto intercorrente tra l'agenzia di rating e la società emittente è a tutti gli effetti da considerarsi extra contrattuale, sarà applicato, in termini di responsabilità, l'art.2043 del Codice civile²¹⁹, ovvero il risarcimento per fatto illecito.

In tempi recenti il tema della sostenibilità ha colpito la maggior parte delle aree di interesse economico, tra cui anche il mondo della finanza²²⁰. Mentre in passato un investimento veniva preso in considerazione unicamente sotto il punto di vista economico e quindi remunerativo, in termini di guadagni per l'investitore; negli ultimi anni è cresciuto enormemente l'interesse per il tema della sostenibilità. È opportuno precisare fin da subito, per evitare equivoci interpretativi, che per "sostenibilità" in ambito finanziario si intendono tre macroaree, indicate con l'acronimo ESG: ambientale (enviromental), sociale (social), governo societario (governance). Attualmente non vi è una definizione unanimemente riconosciuta del termine "finanza etica"²²¹. Una data simbolo per la finanza in generale è il 2008, anno in cui è avvenuto il fallimento della società di investimento Lehman Brothers. L'elaborato intende ricostruire il tema della finanza etica a partire da tale evento poiché si

²¹⁷ Vedi paragrafo 1.4.1

²¹⁸ Chiaramente quando questo scenario dovesse verificarsi, l'intento della società emittente è quello di fornire informazione aggiuntiva all'agenzia di rating con l'intento di sollecitare un upgrading.

²¹⁹ Art.2043 del Codice civile, risarcimento per fatto illecito, afferma che: «*Qualunque fatto doloso o colposo, che cagiona ad altri un danno ingiusto, obbliga colui che ha commesso il fatto a risarcire il danno*».

²²⁰ Cfr. M. PELLEGRINI, *Etica e regole di condotta degli intermediari finanziari*, in AA. VV., *Banche ed etica*, a cura di Sabbatelli, 2013.

²²¹ Cfr. F. CAPRIGLIONE, *Etica della finanza mercato globalizzazione*, Cacucci, 2004.

vuole evidenziare immediatamente come attacchi speculativi, che possono portare diversi individui e professionisti del mondo dell'alta finanza ad arricchirsi, possono, allo stesso tempo, innescare gravissime crisi finanziarie, come abbiamo assistito con i mutui subprime ed i debiti sovrani, che hanno ripercussioni sul contesto economico e sociale a livello mondiale. Gli eventi fondamentali che hanno definitivamente segnato il consolidamento della finanza etica sono: l'UN Global Compact e il Principles for Responsible Investing (PRI). Contemporaneamente alla crescita della finanza etica si è sviluppato, negli ultimi anni, il tema del Corporate Social Responsibility, ovvero una sorta di responsabilità volontaria dell'impresa che oltre al raggiungimento di target puramente finanziari, si pone come obiettivo la messa in atto di opere ed azioni a favore della società/comunità. Una delle principali ragioni per cui le società si sono dovute adattare nel rispetto dei criteri ESG è da rintracciarsi nella valutazione aziendale. Per moltissimi anni i criteri alla base dei quali venivano compiute le valutazioni d'impresa erano unicamente finanziari, in particolar modo, come si è visto nel corso dell'elaborato, la valutazione aziendale avveniva attraverso indici di redditività. Attualmente lo scenario sta mutando, infatti, vengono tenuti in considerazione, ed hanno una particolare rilevanza, anche gli aspetti inerenti ai temi ESG. Perciò un'impresa che presenta ottimi indici finanziari ma adotta comportamenti completamente inconciliabili con il tema della sostenibilità non sarà più valutata tra le migliori. Le tematiche riguardanti la sostenibilità sono estremamente attuali, infatti, mentre per l'analisi finanziaria si sono ormai consolidati una serie di indici di performance che ci permettono di valutare una determinata società, per quanto riguarda l'applicazione effettiva dei criteri ESG è piuttosto complesso per un investitore ricavare informazioni su quanto e come la società sia effettivamente attiva sotto il punto di vista della sostenibilità. Per elaborare ed emettere un giudizio, relativo al merito creditizio di una società, le agenzie di rating faranno ricorso ad un ingente numero di informazioni. Ciò che differenzia le agenzie di rating tradizionali dalle agenzie di rating ESG riguarda l'analisi e la tipologia delle informazioni che questi valutano. Nel caso delle agenzie di rating tradizionali le informazioni, sulla base delle quali viene emesso il rating, sono di natura prettamente finanziaria. Al contrario, le agenzie di rating ESG, oltre chiaramente a tenere in considerazione tutti gli aspetti di natura finanziaria, dovranno valutare anche tutte le operazioni che la società ha intrapreso ai fini della sostenibilità. Sulla base dell'introduzione ai temi relativi la sostenibilità, si può facilmente intuire che i rating ESG vengono pubblicati dalle agenzie attraverso l'analisi dei comportamenti messi in atto dalle società in merito alle tematiche ambientali, sociali e di governance. Dal momento che le agenzie di rating ESG si sono affacciate sul mercato sono negli ultimi anni, non vi sono dei metodi standardizzati che vengono adottati da tutte le società, bensì le valutazioni vengono emesse dalle agenzie secondo modelli e ragionamenti piuttosto personali. Può accadere che l'emissione di un giudizio riguardo la stessa società da parte di più agenzie di rating ESG sia completamente diverso l'uno dall'altro. Al contrario, nel caso di agenzie di rating tradizionali, proprio perché ormai tale realtà si è consolidata nel tempo, è estremamente complesso che più agenzie di rating emettano giudizi completamente discordanti riguardo la stessa società. La presentazione di tale scenario comporta diverse criticità nell'allocazione del capitale in capo all'investitore, poiché, a differenza dei rating tradizionali, in cui emerge un contesto finanziario piuttosto coerente, nel caso delle agenzie di rating ESG

potranno esserci valutazioni divergenti riguardo la stessa società, quindi si potrebbe presentare uno scenario di mercato controverso sulla base del quale risulta complesso prendere decisioni di investimento ²²². Con l'accordo di Parigi del 2015 l'Unione Europea ha deciso espressamente di porre il tema della sostenibilità ambientale al centro delle proprie azioni politiche. Nel dicembre del 2016 l'Unione Europea, al fine di raggiungere gli obiettivi che si era precedentemente posta in merito alle tematiche ESG, ha istituito l'High-Level Expert Group Sustainable Finance (HLEG), un gruppo di esperti provenienti da diversi settori (finanziario, istituzionale, accademico). Successivamente, nel marzo 2018, la Commissione Europea ha pubblicato il piano d'azione "Action Plan on Financing Sustainable Growth", i cui obiettivi sono: indirizzare gli investimenti verso tematiche ESG; introdurre il tema della sostenibilità nelle quotidiane azioni di risk management; migliorare la trasparenza e promuovere una visione di lungo periodo delle attività economiche. Lo scenario attuale relativo alla finanza sostenibile è in continuo mutamento ed evoluzione. Recentemente sono entrati in vigore due regolamenti che hanno avuto un forte impatto sui mercati finanziari. Il primo regolamento a cui l'elaborato fa riferimento è il Regolamento UE n.2088/2019, che prevede la rendicontazione dei servizi finanziari (Sustainability-Related Disclosures in the Financial Services, SFDR). Tali norme entreranno definitivamente in vigore a partire da marzo 2021. In tal caso il regolamento definisce le modalità di divulgazione delle informazioni extra finanziarie che le società sono tenuta a comunicare e la capacità delle società di mitigare i rischi ESG. Il secondo regolamento a cui l'elaborato fa riferimento è il Regolamento UE n.852/2020. Tale regolamento riguarda la tassonomia della finanza sostenibile, ovvero intende individuare in maniera esplicita e puntuale tutti quegli investimenti che possono considerarsi ecosostenibili. L'importanza di tale evento va rintracciato nella possibilità di identificare in maniera esplicita e secondo specifici criteri gli investimenti sostenibili, così da favorire l'accesso a finanziamenti pubblici e privati, oltre che contrastare definitivamente il fenomeno del "greenwashing".

²²² Cfr. E. ESCRIG-OLMEDO, M. FERNÁNDEZ-IZQUIERDO, I. FERRERO, J. M. RIVERA-LIRIO e M. J. MUÑOZ-TORRES, *Rating the Raters: Evaluating how ESG Rating Agencies Integrate Sustainability Principles*, Sustainability of Organizations and CSR Management Research Group-IUDESP, University Jaume I, Campus del Riu Sec-Avda. Vicent Sos Baynat s/n, Castellón 12071, Spain, 2019.