

RIASSUNTO*

* Sintesi della tesi di dottorato della dott.ssa Angela Troisi, dal titolo "Il ruolo delle agenzie di rating nel mercato finanziario", Dottorato in Diritto degli Affari e Diritto Tributario d'Impresa, XXVI ciclo, Università LUISS Guido Carli di Roma.

La crescente rilevanza ascrivibile alle valutazioni delle agenzie di *rating* appare strettamente connessa alla complessità tecnica ed operativa degli odierni mercati globali. Questi ultimi, in particolare, riflettono i mutamenti strutturali dovuti all'evoluzione degli assetti regolamentari, nonché all'incidenza di fattori esogeni (micro e macroeconomici) che hanno condizionato le diverse fasi di sviluppo dei maggiori Paesi industrializzati.

Basti considerare le differenti accezioni in cui tale termine viene di frequente utilizzato, allorchè diviene indicativo di finalità e significati molteplici, spesso riconducibili ad espressioni di portata generale. Queste ultime, in particolare, finiscono col disancorarsi dalla natura tecnica che per solito contraddistingue il giudizio in parola, per fare spazio, invece, all'identificazione di un meccanismo formale di controllo periodico (*monitoring*) attuabile nei diversi settori della nostra società civile². A fondamento di tale pluralismo concettuale vi è la percezione (comune alle differenti categorie di utilizzatori) del valore intrinseco del *rating*, inteso quale strumento conoscitivo del livello di *qualità* attribuibile agli specifici assetti operativi cui esso è riferito.

Con particolare riferimento al sistema finanziario, l'analisi del *rating* non può prescindere dalle logiche ordinarie a base dello stesso. Al riguardo rileva la peculiare interazione dei giudizi sull'attività finanziaria e, più in particolare, sulle decisioni operative dei soggetti coinvolti nei processi di allocazione delle risorse monetarie.

Analizzare l'attività di *rating* e interrogarsi sulle relative problematiche significa, pertanto, far riferimento ai principi cardini dell'ordinamento finanziario ed alle forme tecniche in quest'ultimo previste per garantire un'adeguata tutela degli operatori. Sicchè vengono in considerazione la «trasparenza» e la «correttezza» dell'informazione che, come è noto, costituiscono i pilastri di un *agere* in grado di conciliare il libero funzionamento del mercato con il perseguimento del più generale obiettivo di crescita del sistema economico-finanziario. A ciò si

²Cfr. PRESTI, *Take the «AAA» train: note introduttive su rating*, in *Analisi Giur. Econ.*, 2012, n. 2, p. 251, ove si sottolinea che «la parola viene spesso utilizzata con un significato diverso da quello suo proprio nell'ambito originario, vale a dire il *credit rating*. Solo esemplificativamente e aneddoticamente può ricordarsi che: 1) una recente legge prevede il c.d. *rating* di legalità delle imprese (art. 5-ter d.l. 1/2012 conv. in l. 27/2012); 2) l'espressione è sempre più frequente nel settore universitario ove è stato avviato il c.d. *rating* delle riviste e delle pubblicazioni scientifiche (...); 3) il maggiore quotidiano economico nazionale ha avviato un osservatorio sull'attuazione concreta delle diverse manovre del governo Monti e l'ha denominato «Rating24»; 4) mi è capitato di vedere la pubblicità del libro di un architetto intitolato *Il rating dell'involucro edilizio*».

aggiungano gli ulteriori riflessi positivi sulla possibilità di conformare l'attività svolta alle esigenze dei risparmiatori (talvolta danneggiati da comportamenti caratterizzati da dubbia diligenza e carente professionalità degli appartenenti al settore).

L'attività delle agenzie di *rating* appare, quindi, direttamente correlata alla predisposizione di *indicatori sintetici*, utilizzabili dai risparmiatori nelle loro decisioni di investimento. All'uopo rileva la valenza dei sistemi di classificazione forniti dalle agenzie sulla base di moduli ordinatori definiti *ex ante*, ai quali viene attribuito un univoco significato sia in ambito internazionale, sia a livello intersettoriale.

Sotto il profilo tecnico, il *rating* - in base alle indicazioni del regolatore europeo - va definito come 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, o di un emittente di un debito, di un'obbligazione di debito o finanziaria, di titoli di debito, di azioni privilegiate o altri strumenti finanziari» (Si veda l'art. 3, comma 1, lett. a), del Regolamento (CE) n. 1060/2009).

Trattasi, dunque, di un giudizio concernente la capacità di uno specifico debitore (che può per solito identificarsi con un'impresa, uno Stato, un intermediario finanziario, ovvero un ente pubblico) di onorare, a scadenza, i propri impegni finanziari, con riferimento sia al rimborso del capitale nominale, sia alla remunerazione degli interessi periodici.

Per tal via, particolare attenzione deve attribuirsi all'esame degli aspetti metodologici e tecnici che contraddistinguono l'elaborazione dei giudizi di merito creditizio, tenendo conto delle modalità interpretative di quest'ultimo fornite dalle agenzie che, nel tempo, hanno avuto un'evoluzione nell'utilizzo dei meccanismi di valutazione; passando da una originaria riferibilità ai soli dati quantitativi dell'ente sottoposto a *rating* a considerazioni prevalentemente qualitative (afferenti alla complessiva posizione dell'ambiente in cui detto ente trova collocazione).

Vengono in considerazione, pertanto, le stime relative a specifici aspetti della *corporate governance*, del *business risk*, nonché del *financial risk* gravante sull'attività d'impresa. Necessita, infatti, delineare un quadro di riferimento ottimale per la comprensione della realtà operativa del cliente, tale cioè da consentire una

valutazione dello *standing* creditizio e, più in generale, delle condizioni alle quali è in grado di finanziarsi sul mercato finanziario.

E' nell'analisi del processo evolutivo del mercato del *rating* (la cui nascita risale alla fine dell'Ottocento) che è possibile individuare taluni aspetti caratterizzanti degli attuali assetti operativi del settore. Più precisamente, vengono in considerazione le strategie di *business* adottate dalle agenzie ed i relativi segmenti di attività (generalmente distinguibili nelle aree *corporate* e di finanza strutturata, nonché in quelle di valutazione dei debiti sovrani).

In tale contesto, si deve tener conto del peculiare sistema relazionale che le agenzie instaurano con la clientela, la quale, per solito, ottiene il giudizio a seguito di richiesta e dietro pagamento di un determinato esborso monetario. Si è in presenza, infatti, di un peculiare sinallagma contrattuale riconducibile al modello operativo denominato «*issuer-pays*», introdotto durante gli anni settanta del novecento, in sostituzione di quello cd. «*investor-pays*» (che, nel tempo, si è rivelato meno redditizio per le agenzie e foriero di problematiche attinenti alla potenziale realizzazione di situazioni di *free-riding*).

Più in generale, la ricerca deve aver riguardo alla regolarità dell'*agere* delle società in parola; l'attività di queste, infatti, talora è stata condizionata da fattori che hanno inciso negativamente sulle elaborazioni (*rectius*: procedimenti operativi) strumentali all'emissione del *rating*. Da qui lo specifico rilievo attribuito ad interessi variegati, e talvolta confliggenti, che orientano l'attività di cui trattasi³; essi derivano o da intrecci di partecipazioni societarie (che caratterizzano la gran parte dei *raters*), o dall'applicazione del nominato «*issuer-pays model*» (che implica, dunque, l'esistenza di uno specifico rapporto tra «valutatore» e «valutato»)⁴.

Consegue la configurabilità di un mercato caratterizzato da forti barriere all'entrata che hanno dato luogo ad un sistema qualificabile *latu sensu*

³ Cfr. LENER – RESCIGNO, *Agenzie di rating e conflitti di interesse: sintomi e cure*, in *Analisi giur. econ.*, 2012, n. 2., p. 353 ss.; GRANATA, *Rating e conflitti di interesse: alla ricerca di soluzioni*, *Ibidem*, p. 375 ss.; PARTNOY, *How and why credit rating agencies are not like other gatekeepers*, LITAN - FUCHITA. *Financial gatekeepers: Can they protect investors?*, *Brookings Institution*, 2006, p. 13

⁴ Cfr. ANDENAS, *Credit rating agencies, their regulation and civil liability in the European Union*, in *Law and Econ. Yearly Review*, 2012, n. 2, p. 264 ss., ove si sottolinea che «*Issuers solicit and pay for the ratings of their own debt instruments. In this model, not the investor, but the issuer or debtor of the financial instrument selects the CRA. Conflicts of interest are inherent in this model*».

oligopolistico⁵. In tale ordine logico trova, poi, collocazione un peculiare «effetto *lock-in*»⁶ che induce gli emittenti ad attuare un processo di *fidelizzazione* verso le società esistenti e limita, al contempo, l'ingresso di nuovi *competitors*.

Va, peraltro, sottolineato che le società di *rating* assolvono alla funzione di produttori della cd. «comunicazione derivata», la quale consente la diffusione di «dati, informazioni e notizie» concernenti le «competenze specifiche» e le «caratteristiche» degli operatori oggetto di valutazione⁷. Sicché, il mercato è in grado di usufruire di un *set* informativo complesso, scarsamente accessibile e comprensibile da coloro che presentano una limitata *expertise* in materia finanziaria; da qui la possibilità consentita a qualsivoglia agente economico di identificare soluzioni di investimento adeguate alle proprie prospettive strategiche (*rectius*: alle relative aspettative di rendimento e di rischio associato alle diverse categorie di prodotti finanziari).

Deve farsi presente, tuttavia, che i recenti eventi di crisi finanziaria hanno fatto emergere molteplici dubbi in merito al grado di accuratezza - e, dunque, di affidabilità - delle valutazioni effettuate dalle agenzie. Ci si riferisce, in particolare, ai noti eventi di *default* societario (si richiama, ad esempio, il recente scandalo di Lehman Brothers) nell'ambito dei quali i *rating* diffusi dalle agenzie - successivamente rivelatisi errati - hanno finito con l'aggravare la situazione di dissesto delle realtà finanziarie in parola; ciò con evidente amplificazione degli effetti distorsivi di tali eventi sugli investitori e sull'intero mercato.

Deve sottolinearsi, inoltre, che la valutazione del grado di affidabilità ascrivibile ai giudizi di *rating* implica, a sua volta, una riflessione sulla diligenza con cui le agenzie specializzate operano e, dunque, sulla stessa attendibilità delle relative elaborazioni. Viene in considerazione, in particolare, la correttezza nel seguire le

⁵ Cfr. OECD, *Competition and Credit Agencies*, 2010; FERRI – LACITIGNOLA, *Concorrenza e agenzie di rating: il dibattito economico*, in *Analisi giur. econ.*, 2012, n. 2., p. 299 ss.

⁶ Tipicamente la clientela delle agenzie di *rating* subisce un forte effetto fidelizzazione dovuto principalmente al rischio che la modifica dei propri rapporti contrattuali possa essere interpretata dal mercato come un riflesso negativo del cambiamento del relativo merito creditizio.

Sul punto, viene in considerazione l'obbligo di rotazione, inserito nel Regolamento (UE) n. 462/2013 che modifica il Reg. (CE) n. 1060/2009, mediante il quale si stabilisce un limite temporale massimo alla relazione d'affari tra l'*issuer* e l'agenzia.

⁷ Ed invero, le agenzie di *rating* possono essere considerate «come una sorta di “pubblico filtro”»; ciò in quanto l'attività delle stesse consente di veicolare, «a vario titolo e in forme diverse», una molteplicità di «informazioni economico finanziarie provenienti dalla fase precedente – perché estremamente tecniche o perché di difficile comprensione – per tutti coloro che non sono in grado di attivare un costante e valido canale diretto con le imprese e con il mercato, come nel caso dell'investitore “medio”»; cfr. CORVI, *Economia e gestione della comunicazione economico-finanziaria d'impresa*, Milano, 1997, p. 66.

regole procedurali e la trasparenza delle tecniche impiegate nei processi di stima; criteri ordinatori cui sembra essere rivolta l'attenzione del legislatore europeo nella predisposizione di appositi complessi disciplinari (Reg. (CE) n. 1060/2009, integrato dal Reg. (UE) n. 513/2011 e recentemente modificato dal Reg. (UE) n. 462/2013) volti a evidenziare la necessità di «rigore», «sistematicità» e «coerenza storica» nell'utilizzo delle metodologie cui per solito le agenzie fanno ricorso nella loro attività⁸.

Tali considerazioni assumono ulteriore valenza se si considera che la pubblicazione del *rating* dà luogo ad una sorta di affidamento (qualificato dalla dottrina come “specifico ed incolpevole”⁹) nei risultati in esso indicati. Sicché, gli operatori tendono a parametrare le loro scelte di investimento sui dati informativi sintetizzati nei giudizi, confidando così nelle elaborazioni fornite dalle agenzie (e, dunque, nell'attribuzione da parte di queste ultime di un diverso grado di rischiosità ai vari emittenti presenti sul mercato). La violazione di tale affidamento appare idonea a generare una responsabilità in capo all'agenzia nei confronti dei soggetti danneggiati da *rating* inesatti; responsabilità la cui natura è tuttora discussa giacché suscettibile di molteplici interpretazioni, stante la mancanza di una sostanziale interazione negoziale tra i *raters* e i risparmiatori.

E' evidente, pertanto, che l'analisi delle problematiche in parola risulta strumentale all'individuazione di interventi (regolamentari, economici e sociali) in grado di porre rimedio alle molteplici criticità che tuttora si riscontrano nel settore del *rating* creditizio. La ricerca deve proporsi, quantomeno, di offrire concreti spunti d'indagine volti a soddisfare l'esigenza di *disclosure* che, stante la crescente complessità operativa e strutturale del mercato finanziario, viene da più parti

⁸ Più in particolare, il secondo comma dell'art. 8 («Metodologie, modelli e ipotesi fondamentali di rating») di tale Regolamento stabilisce che «un'agenzia di rating del credito adotta ed applica effettivamente le misure adeguate a garantire che i rating che essa emette siano basati su un'analisi accurata di tutte le informazioni di cui dispone e che sono rilevanti per l'analisi da essa condotta in base alle proprie metodologie di rating. Essa adotta tutte le misure necessarie affinché le informazioni che essa usa ai fini dell'assegnazione di un rating siano di qualità sufficiente e provengano da fonti affidabili».

⁹ Cfr. DI DONNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating. Mercato finanziario, allocazione dei rischi e tutela dell'investitore*, Padova, 2012; SANNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, Napoli, 2011; MARIANELLO, *La responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti dei terzi risparmiatori*, in *Resp. civ.*, 2008, p. 635 ss.; FACCI, *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, in *Contratto e Impresa*, 2008, n.1, p. 164 ss.; PICARDI, *Il rating fra crisi e riforma dei mercati finanziari*, in *Riv. dir. civ.*, 2009, fasc. 6, p. 713 ss.; SCARONI, *La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, in *Contratto e Impresa*, 2011, n. 3, p.764 ss.

considerata un fattore cruciale nella identificazione di soluzioni volte a prevenire l'emersione di nuove instabilità nella realtà nazionale e globale.