

PREVISIONI, OPINIONI, CERTEZZE: LE AGENZIE DI RATING

SOMMARIO: 1. I presupposti della regolazione. - 2. I contenuti del *rating*. - 3. Il rinvio legislativo al *rating*. - 4. Disciplina europea e proposta di modifiche. - 5. Conclusioni.

1. Il confronto, intenso e serrato, sulle agenzie di *rating* e sul relativo ruolo nella dinamica evolutiva dei mercati finanziari subisce negli ultimi tempi una decisa accelerazione in vista di importanti (e sempre più incisive) ipotesi di ri-regolazione della relativa attività già oggetto, per la prima volta in Europa, della disciplina portata dal regolamento Ce n. 1060/2009 (in G.U. L 302 del 17 novembre 2009) come modificato dal regolamento UE n. 513/2011 (in G.U. L 145 del 31 maggio 2011). La causa prossima è rappresentata dal sempre più intrusivo (e non troppo gradito) interesse per le questioni afferenti al debito pubblico degli stati sovrani (« l'annuncio di un possibile declassamento della valutazione di massima affidabilità perfino per i titoli di stato della Germania e della Francia è apparso il punto di non ritorno » (1)).

Lo strumento attraverso il quale promuovere i conseguenti interventi è fatto consistere nella proposta della commissione di ulteriori modifiche al menzionato regolamento del 2009, presentata il 15 novembre 2011.

Nella « relazione » viene, in termini programmatici, precisato che le principali lacune della disciplina vigente consistono: 1) nel « rischio di eccessivo affidamento ai *rating* da parte dei partecipanti ai mercati finanziari »; 2) nell'elevato grado di « concentrazione del mercato del *rating* »; 3) nell'assenza di specifiche regole sulla « responsabilità civile delle agenzie di *rating* nei confronti degli investitori »; 4) nei conflitti d'interesse « derivanti dal modello *issuer-pays* (pagamenti da parte dell'emittente) »; 5) nella « struttura azionaria » (e perciò nella *governance*) « delle agenzie di *rating* ». Insomma nei tradizionali (e consolidati) problemi che compongono l'intero *cahier*

(1) I. Caizzi, *Ue, via a nuove azioni anti agenzie di rating*, Corriereconomia, 12 dicembre 2011. V. anche, dopo il declassamento di Standard & Poor's, Id., *Schulz: basta egemonia delle agenzie di rating*, Il corriere della sera, 16 gennaio 2012.

des doléances relativo alla materia in rassegna, di difficile soluzione tanto nell'esperienza continentale quanto in quella americana. Questo onnivoro approccio non può (almeno in prima approssimazione) non stupire se si considera che la stessa Commissione solo nel 2006, esaminate le proposte all'epoca formulate per una regolamentazione delle agenzie di *rating*, perveniva alla conclusione (poi sconfessata dall'emanazione del regolamento 1060/2009) che l'utilità di iniziative legislative in tale settore fosse, in realtà, « ancora da dimostrare » (2).

Eppure, in quel torno d'anni, le polemiche sull'utilità e, soprattutto, sugli effetti distorsivi di siffatti giudizi sui mercati mobiliari non mancavano, se è vero che — con riguardo ai principali scandali finanziari degli inizi di questo nuovo millennio — veniva in gioco il *rating* positivo espresso, fino a pochi giorni dal manifestarsi dei rispettivi *default*, nei confronti (ad esempio) di Enron o WorldCom (che, negli U.S.A., ha prodotto gli effetti regolamentari indotti dal *Sarbanes - Oxley Act* del 30 luglio 2002) o, per restare a vicende di casa nostra, di Cirio e Parmalat.

Certo, la terribile crisi finanziaria (poi economica e di finanza pubblica) deflagrata nel 2008 ha reso, tra le sue concause, evidente il negativo ruolo svolto dalle società di *rating*.

Tale convincimento che, sul piano personale, avevo avuto modo di esprimere all'indomani dei tumultuosi eventi culminati con la sottoposizione (il 15 settembre di quell'anno) di Lehman Brothers (di nuovo, poco prima dell'insolvenza, oggetto di *rating* di tutto rispetto) al « *Chapter 11* » dello *U.S. Code* (3) è largamente condiviso.

Il sospetto è tuttavia che ciò ancora non basti a giustificare la radicale iniziativa di cui è cenno.

Troppo il tempo trascorso. Soprattutto, troppo evidente, come vedremo, lo scarto disciplinare tra il primo regolamento e quest'ultima proposta.

Il conseguente dubbio è (come si accennava) che più che i conflitti d'interesse, più che l'oligopolio delle « tre grandi sorelle » (Standard & Poor's; Moody's; Fitch), più che valutazioni almeno discutibili, abbia potuto ciò che, con grande candore, viene nella relazione additato come il problema della « peculiarità dei *rating* sovrani ».

Scopo di questi dichiaratamente sintetici (e, auspico, non troppo sommari) appunti è di descrivere criticamente i principali contenuti innovativi della proposta e gli obiettivi; di verificarne la capacità (se non di risolvere) di mitigare le principali questioni sul *rating* attraverso la dichiarata avocazione al « braccio violento della legge » del modo attraverso il quale porre (forse tardivo) rimedio alla pregressa

scelta di «
resse gener

2. L'a
duale o col
fronte, nel
nanziamen

È que
spetta al si
tuendo ciò
di particol
nanziaria (
viamente c
scita econc
nereranno
(sotto il du
l'affidamen
zione che l
di credito).

Il sotto
dell'impres

Tale fi
mente tras
ting.

Le rag
plessità val
quelle nell
gruppi d'in
versi merc

Con a
in un giud
grado di pi
gamenti di
(*debt rating*
mente alle
dallo stess
d'investime
oppure pui
in abbonar

È app
teressi (*age*
descritte fa
strutturata

(2) Cfr. la Comunicazione 2006/C, 59/02, g.u. 11 marzo 2006.

(3) Cfr. G. Carriero, *La crisi dei mercati finanziari: disorganici appunti di un giurista*, ora in *Scritti di diritto dell'economia* (Milano 2010), 323 s.

(4) L.
sito della Cor

scelta di « abdicazione regolamentare » riguardo ad attività di interesse generale (4), di valutarne la coerenza sul piano comparativo.

2. L'analisi sul merito di credito di un imprenditore (individuale o collettivo) consiste nella valutazione della sua capacità di far fronte, nel corso del tempo, agli obblighi di rimborso dei relativi finanziamenti.

È questo il compito che tradizionalmente (e strutturalmente) spetta al sistema bancario (e, più in generale, al finanziatore), costituendo ciò l'oggetto sociale specifico del relativo statuto d'impresa. È di particolare rilievo non solo per lo stato di salute dell'impresa finanziaria (il cui « successo » è variabile dipendente della bontà, ovviamente con valutazione *ex ante*, dell'analisi) ma per la stessa crescita economica (finanziamenti concessi a imprenditori virtuosi genereranno ricchezza) e, più in generale, per la tutela del risparmio (sotto il duplice versante della stabilità dell'impresa bancaria e dell'affidamento da parte della comune dei risparmiatori nella valutazione che la banca, quale *insider* istituzionale, abbia fatto del merito di credito).

Il sotteso interesse pubblico giustifica la specialità dello statuto dell'impresa finanziaria e la sua sottoposizione a controlli.

Tale funzione è, nel corso degli anni, almeno in parte gradualmente trasmigrata (oggi si dice « esternalizzata ») alle società di *rating*.

Le ragioni sono molteplici. Tra le più rilevanti cito solo le complessità valutative di titoli riferibili alla c.d. « finanza strutturata » e quelle nell'uno o nell'altro modo relative a giudizi su imprese (o gruppi d'impresa) di più grandi dimensioni, con titoli quotati in diversi mercati.

Con approssimazione davvero estrema, il *credit rating* consiste in un giudizio sintetico, formulato in una scala di lettere, circa il grado di probabilità da parte dell'impresa di far fronte a regolari pagamenti di capitale e interessi relativi a un prestito obbligazionario (*debt rating*) o, più in generale, alla sua capacità di far fronte regolarmente alle obbligazioni contratte (*issuer rating*). Può essere richiesto dallo stesso emittente (c.d. *solicited rating*); da terzi (di norma società d'investimento) interessati a conoscere lo stato di salute dell'impresa; oppure può essere offerto direttamente agli investitori tramite servizi in abbonamento (c.d. *unsolicited rating*).

È appena il caso di osservare che il problema del conflitto d'interessi (*agency cost*) è fisiologicamente immanente alla prima delle descritte fattispecie, essendo l'agenzia che riceve l'incarico (di norma strutturata nella forma di società di capitali) retribuita proprio dal-

(4) L. Enriques, *Rating e regolamentazione*, 1 del dattiloscritto rinvenibile sul sito della Consob.

l'impresa sulle cui condizioni finanziarie è chiamata a esprimere il giudizio.

I giudizi di *rating* dipendono dalle informazioni volontariamente fornite dagli emittenti (*scilicet*, dai relativi organi sociali), dai suoi *advisors* o direttamente acquisite e selezionate dalla società nell'ambito delle informazioni pubbliche o comunque disponibili al pubblico. In siffatta guisa, è d'immediata evidenza che la natura del *rating* è equivalente a quella di una mera opinione, risultando il giudizio variabile dipendente delle informazioni ricevute e della relativa intrinseca veridicità (le agenzie non sono tenute ad alcuna verifica sulla correttezza dell'informazione ricevuta né hanno i poteri per farlo), non potendo strutturalmente confondersi né con i giudizi espressi dalle società di revisione né, più in generale, con quelli relativi al controllo contabile.

Insomma, non v'è il rilascio di garanzia alcuna sulla bontà del giudizio reso. La testimonianza più efficace è rappresentata dalla possibile esistenza di giudizi diversi sullo stesso emittente resi da plurime agenzie che abbiano adottato, in ipotesi a fronte delle stesse informazioni, differenti metodologie valutative.

Per le anzidette ragioni, si è soliti affermare che « il *rating* rappresenta un'arte e non una scienza » (5).

Ciò che fa la differenza consiste nella reputazione e nell'autorevolezza delle principali società di *rating*, per altro verso costitutive di barriere « naturali » all'accesso al relativo mercato e, sotto il versante formale, nel loro riconoscimento da parte delle competenti autorità statunitensi (che determinano in punto di concorrenza ulteriori barriere, questa volta « artificiali »). Tali principali agenzie operano con sedi secondarie negli altri paesi, compresi naturalmente quelli in Europa più importanti (6).

Molteplici e complesse sono le funzioni e i riflessi del *rating* tanto con riferimento al mercato dei titoli (nella più ampia accezione) relativi all'emittente sottoposto a giudizio quanto allo stesso processo di formazione della volontà nelle scelte d'investimento da parte del pubblico dei risparmiatori.

Basti solo, riguardo a questi, ricordare che l'oggetto del contratto tra risparmiatore e intermediario è sempre meno un bene pre-determinato nel suo ammontare (il denaro) in sede di costituzione come di svolgimento ed estinzione del rapporto, quanto piuttosto la promessa di un bene futuro, incerto nell'ammontare, nella consistenza, talora nella stessa individuazione.

(5) M. Marianello, *Cartolarizzazione e responsabilità della società di rating* (Roma 2004), 52.

(6) Per ulteriori riferimenti relativi al conseguente assetto oligopolistico, v. C. Scaroni, *La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, Contratto e impresa, 2011, 766 s.

In ciò
rio ».

È dec
un elevato
mente estr
sempre più
dell'investi
in ragione
menzione
sione, que
dell'emitte
prospetto
bile a opir

Negli
psicologia
presenti p
tuendo —
voluzione
proprio in
l'adozione

3. Ir
mente con
pre più in
ché della
getto socia
di obbligh

Senza
130/1999 i
(art. 2, cc
parte di o
nali; oppu
dalla legga
nanziali d
prodotti f
membri d
(*rating inv*
internazio
plici dispo
dei merca
giudizio d
pimento d
ricordare

(7) F.
In termini n
vecchi, Le Sc

il
e
oi
i-
r-
i-
i-
a
a
r
zi
i-
el
a
a
e
-
-
li
e
à
r-
n
i-
g
-
o
a
i-
-
e
a
i-
ig
2.
o

In ciò consiste, infatti, l'intima essenza del « prodotto finanziario ».

E decisivo, ai fini dell'adozione di scelte razionali, il possesso di un elevato grado d'informazione e di conoscenze, peraltro strutturalmente estraneo alla maggioranza di questa famiglia di risparmiatori sempre più simile nelle scelte di allocazione della liquidità alla figura dell'investitore, dalla quale tuttavia tende a differenziarsi soprattutto in ragione dell'assenza di « professionalità », consustanziale alla dimensione « di massa » del fenomeno. Come nei contratti per adesione, questo risparmiatore-consumatore « non legge mai il bilancio dell'emittente e comunque ha difficoltà a capirlo; raramente legge un prospetto informativo » (7), risultando invece maggiormente sensibile a opinioni e consigli.

Negli indicati termini, l'evidenza empirica e i più recenti studi di psicologia comportamentale testimoniano come il *rating* di fatto rappresenti per l'investitore un'informazione *market sensitive*, costituendo — segnatamente in ragione dell'affidamento sotteso alla devoluzione legislativa di funzioni di interesse generale — un vero e proprio indicatore (se non l'unico, certo tra i più rilevanti) ai fini dell'adozione delle scelte d'investimento.

3. Importanza ed effetti economici del *rating*, in sé intuitivamente consistenti, si sono nel tempo accresciuti in ragione della sempre più intensa e pervasiva rimessione da parte del legislatore (nonché della *soft law* e dell'autodisciplina) alle imprese aventi tale oggetto sociale del ruolo di fonte integrativa del contratto (o sostitutiva di obblighi di legge) in ambito finanziario.

Senza alcuna pretesa di completezza basterà solo ricordare la l. 130/1999 in materia di cartolarizzazione dei crediti nella parte in cui (art. 2, co. 4) subordina alla valutazione del merito di credito da parte di operatori terzi l'offerta dei titoli a investitori non professionali; oppure l'art. 100-bis del testo unico della finanza (introdotto dalla legge sulla tutela del risparmio quale risposta agli scandali finanziari domestici) che sottrae alla tutela dell'offerta al pubblico di prodotti finanziari la rivendita di titoli di debito emessi da stati membri dell'Ocse « con classamento creditizio di qualità bancaria (*rating investment grade*) assegnato da almeno due primarie agenzie internazionali di classamento creditizio (*rating*) »; o, infine, le molteplici disposizioni di autorità amministrative indipendenti e di gestori dei mercati mobiliari (ma anche di enti locali) che subordinano al giudizio di *rating* il compimento di atti, l'esercizio di diritti, l'adempimento di obblighi. Né, per la sua importanza, può essere omissa di ricordare la centralità assegnata al *rating* dalle regole sul capitale fis-

(7) F. Sgubbi, *Il risparmio come oggetto di tutela penale*, Foro it., 2004, V, 137. In termini non dissimili, R. Rodorf, *La tutela del risparmiatore: norme nuove, problemi vecchi*, Le Società, 2008, 272.

sate nell'accordo di Basilea del giugno 2004 (c.d. « Basilea 2 ») e recepite nelle direttive 2006/48 e 2006/49, segnatamente per la determinazione della copertura (in termini di fondi propri, specie di fondi rischi sui crediti erogati) richiesta a fronte dell'esposizione al rischio di credito (rischio d'insolvenza della clientela finanziata da una banca). Massimamente con riguardo alle esposizioni derivanti da cartolarizzazioni (con le quali il rischio di credito viene, a rigore, trasferito agli oblati) (8). Maggiore prudenza (*scilicet*, maggiore attenzione al rischio di devolvere integralmente al giudizio di *rating* la valutazione delle esposizioni assunte) caratterizza il nuovo accordo sul capitale (c.d. « Basilea 3 »), nella parte in cui prevede precisi obblighi di valutazione in materia di rischi di credito da parte delle banche, concorrenti con l'affidamento alla società di *rating*.

La devoluzione di tali delicati compiti a siffatte società (beninteso, non solo da parte del nostro legislatore, essendo tale tendenza espressione di una realtà economica globale) ha evidenti effetti distorsivi del mercato: favorisce il *rating shopping*; amplifica (in particolare laddove la società sia anche consulente del committente) i conflitti d'interesse; riduce (ammortizza e diluisce nel tempo) i rischi reputazionali delle agenzie; rafforza la fiducia nel pubblico dei risparmiatori su tali giudizi, di fatto trasformando la percezione degli stessi da mere opinioni in quasi certezze. Dopo le recenti revisioni al ribasso del *rating* relativo a diversi stati europei, tale consapevolezza inizia a essere condivisa. Si auspicano, in particolare azioni « per escludere dalle regolamentazioni vigenti nei vari stati la citazione delle agenzie di *rating* » nel presupposto che « altrimenti si finisce con il conferire un valore pubblicistico » alle stesse, deresponsabilizzando l'intermediario che « invece di compiere le proprie valutazioni si affida alle pagelle altrui » (9).

E invero, la circostanza che, in questo contesto, con tali « percezioni », possano formare oggetto di giudizio anche titoli emessi e garantiti da uno stato sovrano (si ricorda che il *rating* assegnato a tali categorie di titoli costituisce generalmente il tetto massimo per i *rating* di tutti gli emittenti aventi sede in quello stato) amplifica il problema. Con il corollario che, « se le agenzie si sbagliano, se spingono la Grecia al crimine o, se inebriate dalla propria potenza, degradano per errore un altro paese europeo, non esiste alcuna istanza, alcuna giurisdizione civile o anche morale davanti alla quale debbano rispondere dei propri atti...Giuridicamente la (loro) "nota" dipende da

(8) Per più diffusi riferimenti su tecniche e rischi, di particolare rilievo con riguardo alla crisi dei mercati finanziari, rinvio al mio *Banche e rischio di credito*, AA.VV., *Crisi finanziaria: quali regole per la banca?*, Dir. banc., 2010, 544 s.

(9) V. l'intervista al Presidente della Consob, *Nessun vincolo tra regole Ue e agenzie*, Il Sole 24 Ore, 17 gennaio 2012, 5.

una "opinione" senza limiti

4. La strazione a professione rating sul credito

Alle agenzie emessi in permesso (art. 10)

Le regole soggettive hanno conflitti d'interesse disclosure su attività di consulenza formativa e adottati, fondamentali periodica al portale dei giorni

Dopo la competenza vigilanza app dei mercati l'autorità dopo la crisi 2010. L'autorità esposizioni della finanza sia la cooperazione sulla vestizione) sino

L'ESM (può, nel momento, chiedere « ex ante » compiere « tressi deputati

Le modalità di termini » di lità, buona

(10) B. A", Il Corriere

una "opinione". E, come tutte le opinioni, essa gode di una libertà senza limiti » (10).

4. La vigente disciplina europea contempla un obbligo di registrazione avente efficacia in tutta l'Unione in capo a quanti in via professionale svolgano o intendano svolgere attività tese a fornire *rating* sul credito destinati alla pubblicazione.

Alle agenzie registrate è altresì consentito di « avallare » giudizi emessi in paesi terzi al ricorrere delle condizioni previste dal regolamento (art. 4, co. 3).

Le regole che governano l'esercizio dell'attività da parte di tali soggetti hanno principalmente a oggetto misure di prevenzione dei conflitti d'interesse (attraverso norme di *governance* dell'impresa e di *disclosure* sui soggetti valutati nonché attraverso preclusioni all'attività di consulenza e divieti in capo ai dipendenti); di trasparenza informativa e correttezza operativa (metodi e modelli di valutazione adottati, fonti delle informazioni ottenute, loro limiti, informazione periodica al pubblico e all'autorità di vigilanza); di adeguatezza temporale dei giudizi (per il tramite della continua loro revisione e aggiornamento).

Dopo le modifiche sopravvenute con il regolamento 513/2011, la competenza in materia di registrazione delle agenzie di *rating* e di vigilanza appartiene all'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (*European Securities and Market Authority*, ESMA), che è l'autorità di vigilanza c.d. « microprudenziale » di settore istituita, dopo la crisi dei mercati finanziari, con il regolamento UE 1095/2010. L'autorità italiana competente ai fini dell'applicazione delle disposizioni regolamentari è la Consob ex art. 4-bis del Testo unico della finanza. Le sue attribuzioni hanno fondamentalmente a oggetto sia la cooperazione con l'autorità europea sia, *iure proprio*, la supervisione sull'uso del *rating* da parte di quanti (banche, imprese di investimento, di assicurazione e riassicurazione, OICVM, fondi pensione) sino obbligati in via legislativa o regolamentare a farvi riferimento.

L'ESMA possiede ampi poteri di vigilanza informativa e ispettiva (può, nel verificare l'adempimento degli obblighi imposti dal regolamento, chiedere alla società di « fornire tutte le informazioni necessarie » ex art 23-ter; esaminare documenti, organizzare audizioni, compiere « ispezioni *in loco* » ex artt. 23-quater e 23-quinquies). È altresì deputata a comminare sanzioni amministrative pecuniarie.

Le modifiche individuano, in via preliminare, gli obiettivi « intermedi » della regolazione nella « integrità, trasparenza, responsabilità, buona *governance* e affidabilità » del *rating* sul credito per mi-

(10) B.H. Levy, *Troppi errori e conflitti d'interesse. Agenzie di rating senza "triplo A"*, Il Corriere della sera, 20 dicembre 2011, 44.

gliorare (obiettivi « finali ») la qualità degli stessi, assicurare il « buon funzionamento del mercato interno » e realizzare « un grado elevato di protezione dei consumatori e degli investitori » (art. 1).

Rivolte a soddisfare la prima delle indicate esigenze sono le norme relative ai conflitti d'interesse: riguardano l'adozione da parte della società di misure organizzative autonomamente prescelte; l'obbligo di rotazione assicurato dal limite massimo triennale dell'incarico alla stessa agenzia e un *cooling off period* di astensione rispetto al committente di quattro anni (la rotazione non si applica tuttavia con riguardo ai « *rating* sovrani »); il conferimento a due agenzie tra loro non legate da rapporti partecipativi o d'affari né appartenenti a uno stesso gruppo societario del *rating* concernente strumenti finanziari strutturati.

Le regole di trasparenza hanno principalmente a oggetto la diffusione al pubblico di maggiori informazioni sui titoli strutturati e sulle metodologie prescelte. All'ESMA è affidato il compito di « verifica(re) e conferma(re) » la rispondenza di nuove metodiche ai criteri regolamentari. Risultando peraltro evidente, in questo caso, la possibile commistione di funzioni tra regolato e regolatore (e l'assunzione, da parte di quest'ultimo, delle relative responsabilità), ci si affretta a precisare che ciò non conferisce all'ESMA « il potere di valutare l'adeguatezza della metodologia proposta o il contenuto dei *rating* del credito emessi a seguito dell'applicazione di tali metodologie » (19° « considerando »). A fronte di una formulazione così vaga e generica, è fin troppo facile prevedere equivoci interpretativi non dissimili da quelli (ben noti) afferenti ad esempio i contenuti (e i limiti) del controllo sul prospetto informativo.

Seguono poi ulteriori regole (a metà del guado tra *governance* e indipendenza) relative ai limiti di partecipazione in più società di *rating* da parte di uno stesso azionista (determinata nella misura massima del 5 per cento del capitale) e agli obblighi di astensione (o, per lo meno, di *disclosure*) rispetto a emittenti dei cui organi sociali faccia parte un azionista rilevante della società di *rating* (con partecipazione pari al 10 per cento del capitale o dei diritti di voto).

È, a tale riguardo, appena il caso di osservare che, nell'ambito delle poliarchie capitalistiche, « da quando l'*Institute of Policy* di Washington nel 2000 rivelò che il 51 per cento delle 100 maggiori economie mondiali erano controllate dalle multinazionali e solo il 49 per cento dagli stati » (11), tale preclusione — ancorché meritoria — manifesta tutta la sua intrinseca debolezza nei casi in cui a fini speculativi gli interessi economici convergano per investimenti (meglio, scommesse) al ribasso su titoli di un emittente (o di uno stato so-

vano) per l'agenzia (

Il ver-
pante alla
della sua
commesse

Da ul-
che se la
una delle
tiene anali
in tema d
35-bis).

V'è u
l'agenzia c
via non in
frazione e

Il noc
logico, ess
mentari è
aiuta, in r
dal secon
tale da in
emesso è
messo l'in

La na
sconsiglia
peraltro o
rigore, ne
emesso da
rie di un'
dotta rilev
zione « co
mento « c

Ciò ti
tifica la p
« opinioni
(in quant
risarcibile
registrata
sparmio,

(11) Traggo l'inciso da G. Rossi, *Capitalismo e diritti umani*, Riv. soc., 2011, 3.

(12)
toi della fina
(13)

portamento
forma del cr
tore bancari

vano) per definizione non amministrati dall'azionista rilevante dell'agenzia (12).

Il vero problema è perciò quello della qualità in sé del partecipante alla società di *rating* (pensiamo a un *hedge fund*) o, di nuovo, della sua natura privata a fronte delle funzioni d'interesse pubblico commesse.

Da ultimo, le inedite norme sulla responsabilità civile prevedono che se la società di *rating*, per colpa grave o dolo, abbia compiuto una delle infrazioni indicate nell'Allegato III alla proposta (che contiene analitici riferimenti alla violazione delle regole prevalentemente in tema di conflitti d'interesse), ne risponde patrimonialmente (art. 35-bis).

V'è una parziale inversione dell'onere della prova (dovendo l'agenzia dimostrare di non avere commesso l'infrazione) che tuttavia non investe la dimostrazione del danno e del nesso causale tra infrazione ed evento.

Il nocciolo duro dell'azione civile è rappresentato dal nesso eziologico, essendo evidente che non ogni infrazione delle norme regolamentari è idonea a causare un danno risarcibile. A tale riguardo non aiuta, in ragione dell'intrinseca tautologia, la specificazione portata dal secondo comma, a norma del quale « un'infrazione è considerata tale da incidere sul *rating* del credito se il *rating* che l'agenzia ha emesso è diverso da quello che avrebbe emesso se non avesse commesso l'infrazione ».

La natura provvisoria di questa disposizione (al pari delle altre) sconsiglia di insistere oltre nella sua analisi e nei suoi limiti. Non può peraltro omettersi di considerare come il suo presupposto risieda, a rigore, nella differenza tra l'ordinario giudizio di *rating* e quello emesso da agenzie che, in quanto « regolamentate », sono riservatarie di un'attività protetta e perciò destinatarie delle regole di condotta rilevanti in punto di obblighi informativi e loro effetti (informazione « come servizio » se non addirittura informazione come elemento « confluyente in un prodotto ») (13).

Ciò tuttavia, sotto diversi e maggiormente rilevanti versanti, ratifica la presa d'atto dell'intrinseca differenza tra la natura di mera « opinione » del giudizio di *rating* fornito dall'agenzia non registrata (in quanto tale insuscettibile di provocare rispetto ai terzi un danno risarcibile) e quello (a questo punto, di dubbia natura) dell'agenzia registrata. Con conseguenze che, in tema di tutela del pubblico risparmio, è fin troppo facile prevedere.

(12) V. per una efficace sintesi C. Gatti, *Profitti sul disastro greco per gli avvoltoi della finanza*, Il Sole 24 Ore, 18 gennaio 2012, 10.

(13) Per una non dissimile prospettazione relativa alle recenti regole di comportamento degli intermediari bancari, sia consentito rinviare a G. Carriero, *La riforma del credito ai consumatori e le nuove policies di tutela del risparmiatore nel settore bancario*, in questa Rivista, 2, 2011, 505 s.

5. Tra ridurre l'importanza legislativamente conferita al *rating* e accrescere la disciplina dell'attività resa dai soggetti sottoposti a regolazione (14) la *policy* di diritto europeo sembra decisamente avere imboccato la seconda opzione, peraltro nelle sue linee portanti strutturata sulla falsariga normativa adottata con riferimento a figure tutt'affatto diverse, quali i revisori contabili.

Eppure l'esperienza americana fa registrare (prima attraverso proposte e prese di posizioni della Sec, poi dello stesso legislatore) indirizzi di segno contrario.

In tal guisa, l'importante legge c.d. Dodd - Frank del 21 luglio 2010 di riforma del sistema finanziario abroga un numero rilevante di rinvii al *rating* contenuti nella legislazione di quel paese, così depotenziando il ruolo delle relative agenzie (15).

Né, sotto il versante teorico, la scelta può dirsi apprezzata dagli economisti quando osservano che la strada della iper-regolamentazione è « completamente sbagliata perché... si ricorre un obiettivo irraggiungibile: garantire la qualità dell'informazione in via amministrativa » (16).

Senza peraltro voler considerare l'incremento dei costi transattivi (*sub specie* costi di applicazione della legge) che ciò comporterà a carico degli emittenti e quindi degli investitori.

Sennonché, operata questa scelta, in maniera davvero sorprendente lo stesso legislatore dell'Unione non esita contestualmente a prevedere che banche, assicurazioni, imprese d'investimento, investitori istituzionali « effettuano la propria valutazione del rischio di credito e non si affidano esclusivamente o meccanicamente ai *rating* del credito » (art. 5-bis della proposta) e a disporre che le tre autorità di vigilanza c.d. « microprudenziale » europea nei settori bancario, mobiliare e assicurativo (EBA, ESMA e AEAP) e lo stesso Comitato europeo per il rischio sistemico « non fanno riferimento ai *rating* nei loro orientamenti, raccomandazioni e progetti di norme tecniche se tali riferimenti rischiano di far sì che le autorità competenti o i partecipanti ai mercati si affidino meccanicamente ai *rating* del credito » (art. 5-ter). Il *non sequitur* logico che da ciò deriva è di manifesta evidenza. Come si dicesse, da un lato, che la nuova proposta serve ad accrescere la fiducia degli investitori nelle agenzie di *rating*; dall'altro che è comunque bene non fidarsi, *in primis* da parte dei regolatori.

Beninteso: è comprensibile che l'obiettivo di medio-lungo periodo consista nella riduzione dell'eccessivo affidamento al *rating*. È tuttavia discutibile che, nel frattempo, ciò avvenga attraverso mes-

(14) Ciò che, in maniera efficace, Enriques, *Rating* cit., sintetizza con « Lascia o raddoppia ».

(15) Più diffusi riferimenti in Enriques, *Rating* cit.

(16) D. Masciandaro, *Non oracoli, solo opinioni*, Il Sole 24 Ore, 11 gennaio 2012. In termini non dissimili G. Ferri, *Agenzie di rating: un'altra riforma che non risolve il problema*, www.firstonline.it.

saggi che r
turgiche ge
inversamen

Senza c
zione da pa
Compito di
impresa we
gibile e im
sempre più
brano più p

saggi che radicano nel pubblico dei risparmiatori aspettative taumaturgiche generate da norme il cui dettaglio e la cui cogenza appaiono inversamente proporzionali all'efficacia.

Senza dimenticare che la via maestra risiede nella (ri)appropriazione da parte del sistema bancario del giudizio sul merito di credito. Compito difficile (come lo è il valutare lo stato di salute dell'odierna impresa *weightless*, « priva di peso », caratterizzata da capitale intangibile e immateriale, il cui valore è riflesso in strumenti finanziari sempre più complessi) e non privo di rischi. Ma scorciatoie non sembrano più praticabili: la banca deve tornare a... fare la banca.

Giuseppe Carriero