



Luca Enriques

Rating e regolamentazione¹

1. Premessa

A livello globale, europeo e di singoli paesi, numerose regole dei mercati finanziari si affidano ai giudizi delle agenzie di rating per disciplinare le banche e gli altri intermediari finanziari, anche su aspetti fondamentali quali i requisiti patrimoniali. In questo modo, si è creata una domanda artificiale del servizio di rating, si sono amplificati gli effetti delle imperfezioni che lo caratterizzano, si sono poste le premesse, con la regolamentazione delle agenzie di rating, per l'innalzamento di barriere all'entrata su questo mercato e si è accresciuto lo scarto tra l'utilità effettiva e l'utilità percepita dei rating da parte degli investitori.

Questo intervento si concentra su alcuni aspetti legati al problema della “domanda di rating” indotta dai regolatori. In primo luogo, sono passati in rassegna, senza pretesa di esaustività, alcuni tra i più significativi esempi di “abdicazione regolamentare” in favore delle agenzie di rating (§§ 1 e 2). In secondo luogo, sono descritti alcuni problemi, emersi durante la recente crisi finanziaria, che caratterizzano il mercato dei servizi prestati dalle agenzie (§ 3). In terzo luogo, sono brevemente descritte le principali reazioni di legislatori e regolatori alle carenze delle società di rating che la crisi ha evidenziato (§§ 4, 5 e 6). Dopo aver sottolineato come queste reazioni, per quanto opportune, non paiono di per sé idonee a risolvere le vere questioni alla base di queste carenze (§ 7), l'intervento svolge alcune considerazioni sulla possibilità di ripensare più in profondità il rapporto tra rating e regolamentazione finanziaria (§§ 8 e 9).

2. Basilea 2

Uno tra gli esempi più significativi di affidamento della regolamentazione sui rating è rappresentato dall'accordo c.d. “di Basilea 2” sui requisiti di capitale delle banche. L'accordo è di per sé limitato alle banche attive a livello internazionale ma è stato esteso, ad opera delle direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE, anche agli enti che operano su base nazionale. L'accordo di Basilea 2,

¹ Testo riveduto e aggiornato dell'intervento svolto in occasione del convegno “Mercati, agenzie di rating e regole: per un circolo virtuoso”, tenuto presso l'Università Commerciale L. Bocconi di Milano il 3 maggio 2010. Ringrazio Matteo Gargantini per l'assistenza nella ricerca e, assieme a lui, Neomisis Susi, per i preziosi commenti. Le opinioni espresse sono personali e non vincolano in alcun modo la Consob.

così come le disposizioni che ne hanno recepito i contenuti, indica gli standard che le banche devono rispettare per affrontare tre dei principali rischi connessi alla propria operatività: il rischio operativo, il rischio di credito – comprensivo del rischio di controparte – e il rischio di mercato.

In questo quadro, i rating sono impiegati nella quantificazione della copertura, in termini di fondi propri, richiesta a fronte dell'esposizione al rischio di credito. Basilea 2 prevede che le banche possano determinare la copertura necessaria avvalendosi di una fra tre metodologie di valutazione del rischio di credito: il metodo standard, il metodo dei rating interni "di base" (c.d. *IRB Foundation*) e metodo dei rating interni avanzato (c.d. *IRB Advanced*). L'impiego di rating forniti da soggetti esterni alla banca riguarda prevalentemente il metodo standard, adottato dalle banche non in grado di adottare internamente strumenti di valutazione sofisticati per la determinazione della *probability of default* del prestatore di credito. Il metodo standard associa ad ogni classe di rating un coefficiente di ponderazione ai fini della copertura necessaria (ad esempio, per i crediti verso imprese, da 20% per AAA a 150% per rating inferiori a BB-).

Una significativa eccezione alla possibilità di impiegare rating interni è costituita dalle esposizioni derivanti dalle cartolarizzazioni (ad esempio: CDO o ABS). Per le cartolarizzazioni, infatti, anche le banche che impiegano il metodo IRB (di base o avanzato) devono avvalersi dei rating, se esistenti, che accompagnano l'emissione dei titoli. La crisi finanziaria ha tuttavia mostrato le debolezze dell'assegnazione dei rating agli strumenti finanziari emessi dai veicoli societari in sede di cartolarizzazione, come si vedrà al § 3: una quantità molto significativa di strumenti finanziari che beneficiavano di un rating AAA ha subito *downgrading*, anche consistenti, a partire dal giugno 2007.

3. Altri esempi di impiego dei rating a fini regolamentari

A livello europeo, un altro esempio di affidamento sui rating da parte del legislatore è rappresentato dalla direttiva sui c.d. *eligible assets* detenibili dai fondi comuni armonizzati: se non negoziati su mercati regolamentati, gli strumenti del mercato monetario possono essere oggetto di investimento solo se l'emittente, non appartenente ai paesi del Gruppo dei 10, disponga di un rating *investment grade*².

² Art. 50(1) direttiva 2009/56/CE e art. 6 direttiva 2007/16/CE. La regolazione europea delle imprese di assicurazione ha invece contenuto il ricorso ai *rating* per il calcolo delle riserve tecniche, sebbene alcuni Paesi si siano volontariamente avvalsi dei giudizi delle agenzie (DG MARKET SERVICES, *Tackling the problem of excessive reliance on ratings*, 2008, disponibile su http://ec.europa.eu/internal_market/securities/agencies/index_en.htm; THE JOINT FORUM, *Stocktaking on the use of credit ratings*, giugno 2009, disponibile su <http://www.iosco.org>, ove anche ampie indicazioni sulle norme dei principali ordinamenti).

In Italia, la prima legge che ha dato rilevanza organica alla “valutazione del merito di credito da parte di operatori terzi” è la n. 130 del 30 aprile 1999 (Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti). Questa legge prevede infatti che qualora i titoli oggetto delle operazioni di cartolarizzazione siano offerti ad investitori non professionali, l’operazione debba essere sottoposta alla valutazione del merito di credito da parte di operatori terzi (art. 2, comma 4).

La medesima legge ha delegato la Consob a stabilire, con proprio regolamento, i requisiti di professionalità e i criteri per assicurare l’indipendenza degli operatori che svolgono la valutazione del merito di credito nonché l’informazione sugli eventuali rapporti esistenti tra questi e i soggetti che a vario titolo partecipano all’operazione, anche qualora la valutazione non sia obbligatoria.

Il regolamento Consob n. 12175 del 1999 ha disciplinato i requisiti di professionalità e quelli di indipendenza, opportunamente mediante un rinvio mobile alla prassi internazionale.

Un altro significativo esempio di adozione legislativa dei rating, successivo alla legge sulle cartolarizzazioni, è rappresentato dall’articolo 100-*bis* del Testo unico della finanza, in cui si esclude che possa essere considerata “offerta al pubblico” la rivendita sistematica, a soggetti diversi dagli investitori qualificati, di titoli di stato emessi da paesi dell’area OCSE che vantino un rating di livello almeno pari all’*investment grade*, purché tale giudizio sia assegnato “da almeno due primarie agenzie internazionali di classamento creditizio (*rating*)”.

In ambito europeo, pur dopo la recente crisi finanziaria, il CESR ha rinnovato la propria fiducia nei rating con le linee-guida in materia di fondi monetari approvate nel maggio del 2010. Esse prevedono che questi fondi possano investire unicamente in titoli dotati di rating elevato: si richiede un giudizio almeno pari al secondo miglior livello nella scala di valutazione di ciascuna agenzia che si sia espressa su quel titolo. Il giudizio può essere inferiore, purché almeno pari all’*investment grade*, per i soli titoli di stato dell’area euro³.

La tecnica normativa che caratterizza tutte queste regole è in gran parte ispirata a un approccio regolamentare nato negli Stati Uniti. In quell’ordinamento, i regolatori hanno iniziato ad attribuire ai rating un’efficacia regolamentare già dopo la crisi del ’29.

I primi esempi di tale regolamentazione si sono avuti proprio nel settore bancario ad opera del *Comptroller of the Currency*: alcune norme imponevano vantaggi a chi acquistasse titoli *investment grade* o, addirittura, vietavano in alcuni casi l’acquisto di titoli privi di rating *investment grade*. Ma il più significativo passo nella direzione dell’incorporazione dei rating in regole prudenziali è stato compiuto dalla SEC alla metà degli anni Settanta del secolo scorso, con riferimento alle deduzioni degli attivi necessarie per calcolare i requisiti patrimoniali dei *broker-dealer* (c.d. *haircut*).

³ CESR, *Guidelines on a common definition of European money market funds*, 19 maggio 2010.

Si consideri inoltre che, secondo le regole SEC, l'offerta al pubblico e l'ammissione al *listing* di uno strumento finanziario sono notevolmente semplificati qualora sia disponibile un rating emesso, su tale strumento, da un'agenzia iscritta all'albo delle c.d. *National Recognised Statistical Rating Organization* (NRSRO)⁴.

Un altro esempio significativo nel sistema statunitense riguarda, infine, i limiti agli investimenti dei *mutual funds*: per alcune tipologie di fondi, infatti, sono stabilite soglie di investimento diversificate secondo i rating ottenuti dai titoli acquistati (es: SEC Rule 2a-7 in materia di *money market fund*)⁵. Regole analoghe sono previste per le assicurazioni.

Il consistente affidamento dei regolatori sui giudizi delle agenzie di rating induce a chiedersi se tale fiducia sia ben riposta⁶. Uno dei terreni che si sono dimostrati più scivolosi da questo punto di vista è quello della finanza strutturata.

4. I rating nella finanza strutturata

La finanza strutturata presenta alcuni aspetti particolarmente delicati, in gran parte già segnalati anche a livello istituzionale prima del 2007⁷, che la crisi ha contribuito ad evidenziare.

Nel tipico schema di cartolarizzazione, il trasferimento dei mutui ipotecari all'SPV (*special purpose vehicle*) viene finanziato attraverso l'emissione di titoli dotati di caratteristiche diverse a seconda della priorità nel rimborso. I titoli *senior*, con diritto al rimborso in via prioritaria, sono affiancati da titoli *junior*, i quali subiscono per primi le perdite eventuali del portafoglio dei mutui e si avvicinano, per tale ragione, a titoli di *equity*. Con riferimento ai titoli *senior* è rilasciato un rating elevato, talvolta al livello più alto della scala (AAA). In questo contesto, l'interesse all'emissione di un rating quanto migliore possibile incontra le preferenze di tutti i soggetti coinvolti: dell'*originator* e degli emittenti, i quali in questo modo possono raccogliere fondi a costi inferiori; degli investitori,

⁴ G. FERRI e P. LACITIGNOLA, *Le agenzie di rating*, Bologna, 2009, 163.

⁵ Recentemente, la regola è stata in parte modificata (v. § 7), ma rimane al momento intatta la filosofia del ricorso ai *rating*.

⁶ Il fenomeno del rinvio ai rating da parte di legislatori e regolatori non riguarda naturalmente solo gli Stati Uniti o l'Italia: esso è da tempo diffuso anche presso altri ordinamenti (v. ad esempio BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *Credit ratings and complementary sources of credit quality information*, Basilea, 2000, p. 41 ss.).

⁷ V. ad esempio COMMITTEE ON THE GLOBAL FINANCIAL SYSTEM, *The role of ratings in structured finance: issues and implications*, Basilea, 2005. V. anche, successivamente, IOSCO, *The Role of Credit Rating Agencies in Structured Finance Markets – Final Report*, maggio 2008, disponibile su <http://www.iosco.org>.

i quali possono invece ridurre l'entità della copertura patrimoniale che le disposizioni prudenziali, come visto, richiedono con riguardo all'esposizione sui prodotti della finanza strutturata.

Questa comunanza di interessi si è tradotta nell'assegnazione di rating più elevati di quanto il merito di credito degli SPV avrebbe giustificato. I meccanismi attraverso i quali si è arrivati a tale risultato sono i più disparati: quelli più evidenti sono, probabilmente, il “*rating shopping*” e la particolare natura del rapporto tra agenzie ed emittenti durante la fase di strutturazione delle emissioni; a questi potrebbe aggiungersi secondo alcuni – ma si tratta di fatti ancora da dimostrare – anche la comunicazione di false informazioni alle agenzie di rating da parte degli *originator*. Quanto al *rating shopping*, la disponibilità dei manuali di valutazione adottati dalle agenzie di rating sembra aver indotto gli emittenti a scegliere, tra le agenzie operanti nel settore della finanza strutturata, quelle che erano in grado di garantire il voto più elevato a parità di condizioni⁸.

Quanto ai rapporti tra agenzie ed emittenti nella fase precedente l'emissione degli strumenti finanziari strutturati, è stato rilevato che la prassi di verificare continuamente il rating potenziale nel corso della strutturazione dei prodotti ha dato luogo, in sostanza, a forme mascherate di consulenza, con conseguente compromissione dell'indipendenza di giudizio delle agenzie, le quali sembrano aver rinunciato, in varie occasioni, a una rigorosa applicazione dei propri modelli di valutazione concedendo giudizi migliori di quelli che tali modelli avrebbero prodotto⁹.

Quanto, infine, al livello di trasparenza degli emittenti, è recente la notizia dell'apertura di un'indagine da parte del procuratore generale di New York a carico di otto grandi banche per la comunicazione di false informazioni alle agenzie di rating in sede di strutturazione di prodotti finanziari aventi come sottostante mutui di cui esse erano *originator*.

Non solo. La possibilità per gli emittenti di accedere ai modelli matematici adottati dalle società di rating ha fatto sì che i primi strutturassero le emissioni e determinassero i portafogli da adottare come sottostante (reale o sintetico) partendo dai criteri di valutazione prescelti dalle seconde. In un simile contesto, la presenza degli eventuali errori e delle inevitabili semplificazioni dei modelli produce effetti amplificati non solo in quanto è possibile che una lacuna sia consapevolmente individuata e sfruttata, ma anche perché il procedere “a ritroso” (ossia: dal rating al prodotto) accresce il rischio che il giudizio finale sia influenzato da tale lacuna: è quanto accaduto, in particolare, con riguardo alla sistematica sottovalutazione, da parte dei modelli di rating, del rapporto di correlazione tra i *default* sui mutui immobiliari.

⁸ E. BENMELECH e J. DLUGOSZ, *The Credit Rating Crisis*, NBER Working Paper, 2009.

⁹ J.M. GRIFFIN e D. YONGJUN TANG, *Did Subjectivity Play A Role in CDO Credit Ratings?*, 2009, disponibile su <http://www.ssrn.com>,

Le agenzie hanno tradizionalmente affermato che il pericolo di un innalzamento dei rating è controbilanciato dal rischio di un danno reputazionale nell'ipotesi in cui i giudizi si rivelino, *ex post*, troppo benevoli. Un numero significativo di *default* subiti da titoli classificati come di elevato merito creditizio comporterebbe, infatti, la perdita di fiducia nella bontà dell'analisi delle agenzie, le quali perderebbero in tal modo il proprio bene più prezioso: la reputazione. Tuttavia, è stato fatto osservare non solo che il danno reputazionale può al più rappresentare una minaccia nel medio-lungo termine – e pertanto non rappresenterebbe una minaccia credibile per chi cercasse profitti immediati – ma anche che il rinvio ai rating da parte dei regolatori, alquanto resiliente di fronte ai dubbi sull'affidabilità delle valutazioni delle agenzie, rappresenta in realtà una garanzia di guadagni futuri sufficientemente sicura.

5. Le recenti riforme delle NRSROs statunitensi

La scarsa tenuta dei giudizi sul merito di credito durante la recente crisi finanziaria ha indotto molti tra legislatori e regolatori a irrigidire le norme sulle società di rating o, laddove non esistenti, a introdurne di nuove.

Già dagli anni Settanta esiste negli USA un albo, tenuto dalla SEC, in cui le società di rating sono iscritte (si tratta delle già ricordate NRSRO). Peraltro, l'iscrizione non comporta alcuna riserva di attività (a differenza, come si vedrà, del sistema europeo): al contrario, l'appartenenza di un'agenzia all'elenco delle NRSRO è necessaria affinché i giudizi emessi siano validi ai fini delle regole che incorporano un rinvio ai rating, ad esempio al fine di determinare quali prodotti finanziari siano idonei a costituire oggetto di investimento da parte di alcuni soggetti.

Al fine di migliorare la qualità dei rating, nel 2006 è stato emanato il *Credit Rating Agency Reform Act*, il quale ha introdotto una nuova sezione (15E) al *Securities Exchange Act* del 1934. Le disposizioni attuative della nuova legislazione sono state emanate dalla SEC alla fine di giugno del 2007. La principale motivazione alla base delle modifiche è l'opacità che aveva caratterizzato il processo di valutazione delle domande di ammissione all'albo della SEC nel precedente sistema¹⁰. Le norme del 2006 prevedono pertanto criteri più puntuali per l'ammissione all'albo e, soprattutto, l'obbligo di adottare politiche per la gestione dei conflitti d'interesse. Sono inoltre proibiti alcuni comportamenti che potrebbero compromettere l'indipendenza del giudizio delle agenzie. Ad esempio, queste ultime non possono condizionare l'emissione di un rating al preventivo acquisto di altri servizi da parte dell'emittente o di soggetti collegati né condizionare l'emissione del rating su

¹⁰ L. WHITE, *Good Intention Gone Awry: A Policy Analysis of the Sec's Regulation of the Bond Rating Industries*, Policy Brief, Networks Financial Institute, Indiana State University, 2006, *passim*.

uno strumento finanziario al fatto di aver prodotto un giudizio anche sui beni sottostanti a tale strumento finanziario.

Nel novembre 2009 la SEC, alla luce della crisi, ha promulgato alcune disposizioni volte a ridurre ulteriormente gli effetti dei conflitti d'interessi in connessione all'emissione di CDO e di altri titoli analoghi. In particolare, è previsto che l'emittente di tali strumenti metta a disposizione delle agenzie di rating diverse da quella che ha valutato gli strumenti finanziari all'atto dell'emissione tutte le informazioni necessarie affinché queste possano procedere, durante la vita dello strumento finanziario, ad emanare valutazioni prive di conflitti di interessi¹¹.

Sul tema delle regole di comportamento e della *governance* delle agenzie di rating è poi tornato il *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* (di seguito: *Dodd-Frank Act*), che ha tra l'altro imposto alle NRSRO di dotarsi di un consiglio di amministrazione, composto almeno per metà da amministratori indipendenti (alcuni dei quali devono essere utilizzatori dei rating), chiamato a vigilare sulle politiche di gestione dei conflitti d'interesse sopra ricordati e a controllare la correttezza delle procedure di definizione delle valutazioni rilasciate dall'agenzia e l'efficacia dei controlli interni (Sec. 932).

6. Basilea 3

La risposta americana alla crisi è quindi stata, almeno fino ad oggi, un rafforzamento delle regole per la prevenzione dei conflitti di interesse. In direzione analoga si è mossa la parziale revisione – tuttora in corso – dell'accordo di Basilea 2.

Nel luglio 2009 il Comitato di Basilea ha pubblicato un documento contenente modifiche all'accordo vigente circa il rapporto tra rating e cartolarizzazioni, con particolare riguardo alle *resecuritisation*¹². Tra le correzioni previste si prevede che le banche integrino i rating esterni con proprie valutazioni in materia di rischio di credito, con la conseguente necessità – pena l'integrale deduzione dell'esposizione dai fondi propri – di ottenere adeguate informazioni sul sottostante dell'investimento.

¹¹ La previsione si applica solo se il *rating* iniziale è stato emesso verso pagamento dell'emittente stesso, dallo *sponsor* o dal sottoscrittore degli strumenti finanziari. Si noti che la comunicazione alle altre agenzie di *rating* delle informazioni necessarie alla formulazione del giudizio sul merito di credito deve avvenire con modalità tali da mantenere la riservatezza sui dati comunicati nei confronti di altri soggetti (SEC Rule 17g-5). Proprio l'accesso esclusivo ad informazioni riservate sembra rappresentare un rilevante vantaggio competitivo per le agenzie di *rating*.

¹² BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *Enhancements to the Basel II framework*, Basilea, luglio 2009.

Nel dicembre 2009 è stato inoltre pubblicato per la consultazione un documento in cui si rilevano i principali difetti dell'attuale accordo e si propongono alcune modifiche conseguenti¹³. La consultazione propone alcuni correttivi sulla materia del ricorso ai rating, pur senza apportare profonde modifiche all'impostazione del precedente accordo. Il documento segnala, ad esempio, che il sistema di Basilea 2 potrebbe aver determinato un eccessivo affidamento sui rating esterni, ciò che pare aver comportato in alcuni casi la rinuncia, da parte delle banche, a compiere valutazioni autonome sulle esposizioni da loro assunte: si è pertanto proposto di inserire nel testo dell'accordo di Basilea un preciso dovere di valutare le proprie esposizioni, siano queste oggetto di un rating o meno.

Tralasciando le indicazioni di carattere più tecnico, un altro aspetto significativo delle proposte del Comitato di Basilea riguarda la necessità che le agenzie di rating, per di poter rilasciare giudizi validi ai fini della regolamentazione prudenziale, rispettino il codice di condotta IOSCO (le maggiori agenzie di rating sono peraltro in gran parte allineate a tale codice, con l'eccezione di alcune deviazioni, pur significative).

7. Gli interventi dell'Unione Europea

Lungo il medesimo sentiero del rafforzamento della qualità dei rating si colloca il Regolamento (CE) 1060/2009 ("relativo alle agenzie di rating del credito"). Benché il CESR e il gruppo ESME avessero escluso la necessità di prevedere una regolamentazione comunitaria in materia di agenzie di rating, il regolamento 1060/2009 ha imposto regole di comportamento per tali soggetti.

Il cardine della disciplina del regolamento è l'obbligo di registrazione (art. 14), al quale sono sottoposti tutti coloro che intendano svolgere in modo professionale l'attività di emissione di rating sul credito (art. 3(1)(b)), qualora i giudizi emessi siano pubblicati¹⁴ (o distribuiti su abbonamento – art. 2(1)). La registrazione ai sensi del regolamento, peraltro, non sostituisce i procedimenti di riconoscimento delle agenzie di rating già previsti dalle altre disposizioni europee (art. 4): in sostanza, la registrazione sarà un prerequisito per il riconoscimento ad altri fini regolamentari (ad esempio, le c.d. "ECAI" ai fini di Basilea 2).

¹³ BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *Strengthening the resilience of the banking sector*, Basilea, dicembre 2009.

¹⁴ La disciplina non si applica pertanto al solo fine di garantire che i rating possano essere impiegati a fini regolamentari, contrariamente a quanto inizialmente proposto dalla Commissione Europea (articolo 2 della *Proposta di Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio relativo alle agenzie di rating del credito*, Bruxelles, 2008). Si tratta di una differenza significativa rispetto agli Stati Uniti, dove al contrario si ritiene che la pubblicazione dei rating debba essere libera.

Tra le regole applicabili ai soggetti registrati meritano di essere ricordati almeno le seguenti:

- sono state previste misure di prevenzione dei conflitti d'interesse (artt. 6 e 7), tra cui: (i) l'obbligo di avere almeno un terzo di amministratori indipendenti (con il compito di controllare lo sviluppo delle politiche di rating, i controlli interni e le procedure per la gestione dei conflitti d'interesse; le agenzie più piccole possono essere esonerate su richiesta se dimostrano che i presidi sono sproporzionati); (ii) il divieto di fornire servizi di consulenza o raccomandazioni alle entità oggetto di rating; (iii) il divieto per i dipendenti di acquistare strumenti finanziari emessi o garantiti da entità oggetto di rating; (iv) il divieto di anticipare il probabile esito futuro del rating se non all'entità valutata; (v) la previsione di *cooling-off period* per i dipendenti;
- le agenzie saranno tenute ad adottare misure di trasparenza sui conflitti d'interessi (art. 6), tra cui la pubblicazione dei nomi delle entità valutate da cui derivi più del 5% del fatturato annuo;
- dovranno essere comunicati al pubblico alcuni elementi dei metodi e dei modelli di valutazione adottati (art. 8) (ad esempio, le ipotesi matematiche o di correlazione);
- si prevede che un'agenzia di rating non possa rifiutarsi di emettere un giudizio su uno strumento finanziario derivato solo perché uno strumento sottostante è stato oggetto di valutazione da parte di un'altra agenzia (art. 8);
- le agenzie di rating sono tenute a riesaminare periodicamente (almeno una volta all'anno) i giudizi emessi e le metodologie utilizzate (art. 8);
- sono vietate comunicazioni selettive dei rating (art. 10);
- le agenzie sono tenute a rispettare criteri di correttezza nella presentazione dei giudizi (art. 10), tra cui: indicare le fonti delle informazioni ottenute e delle metodologie impiegate; segnalare eventuali limitazioni nelle informazioni che sono alla base del rating e, in caso di assenza di dati affidabili o di eccessiva complessità degli strumenti finanziari, rinunciare al rilascio del giudizio; fornire un'analisi di sensitività dei rating emessi; comunicare il giudizio formulato, almeno dodici ore prima della pubblicazione, all'emittente, in modo che questi possa indicare eventuali errori materiali;
- devono essere rispettati alcuni requisiti di informazione periodica al pubblico (art. 11 e 12), tra cui l'obbligo di comunicare: i dati storici dei *default* relativi a ciascuna categoria di rating; le politiche di remunerazione adottate dall'agenzia; i conflitti d'interessi rilevati; l'elenco dei venti principali clienti e dei clienti la cui contribuzione

al fatturato sia aumentata significativamente nell'ultimo anno; una descrizione degli assetti proprietari; una descrizione del sistema di controllo interno;

- sono poi previsti obblighi di informazione periodica al CESR (art. 11), tra cui quello di comunicare i dati sulla frequenza di transizione tra le classi di rating;
- è stata rafforzata la supervisione da parte delle autorità nazionali, ora dotate del potere di adottare specifiche misure di vigilanza (art. 24). Tra queste, la revoca della registrazione, il divieto temporaneo all'emissione di rating, la sospensione dell'uso dei rating a fini regolamentari, l'imposizione di misure idonee al rispetto delle previsioni applicabili e, infine, l'emanazione di richiami ("comunicazioni pubbliche").

Il recepimento di alcune disposizioni del Regolamento 1060/2009 è oggetto della legge comunitaria per il 2009 approvata in via definitiva al Senato il 12 maggio 2010. Poiché molte norme del regolamento 1060 sono direttamente applicabili, la legge comunitaria si è limitata a delegare il Governo ad indicare nella Consob l'autorità competente ai sensi del regolamento e a stabilire le sanzioni applicabili in caso di violazione delle regole stabilite dal regolamento stesso (art. 50, l. 4 giugno 2010, n. 96): l'investitura è poi avvenuta con un d.p.r. *ad hoc* la cui pubblicazione in G.U. è attesa tra breve. Si tratta peraltro di un assetto destinato ad essere rivisto in tempi brevi: in linea con le proposte di riforma dell'architettura delle autorità presentate nel settembre e nell'ottobre 2009, il 2 giugno 2010 la Commissione Europea ha presentato una proposta di modifica che assegna all'ESMA la competenza in materia di registrazione delle agenzie di rating e il potere di applicare misure di vigilanza nonché di richiedere l'applicazione di sanzioni da parte della Commissione Europea¹⁵. Le autorità nazionali, oltre a cooperare con l'ESMA nello svolgimento delle sue funzioni – alcune delle quali, soprattutto in materia di vigilanza informativa, potranno essere loro delegate – saranno quindi competenti a vigilare sull'utilizzo dei rating da parte dei soggetti che sono tenuti a farvi riferimento (ad esempio: banche, compagnie di assicurazione e, secondo la proposta della Commissione Europea, fondi di investimento alternativi).

La medesima proposta suggerisce poi di prevedere un regime di condivisione, tra le sole agenzie di rating, delle informazioni riservate comunicate dall'emittente in sede di emissione di prodotti finanziari strutturati. Il sistema è espressamente ispirato alle analoghe previsioni recentemente introdotte dalla SEC, nel timore che differenze di disciplina su questi aspetti possano dar luogo a ingiustificati arbitraggi normativi.

¹⁵ *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of The Council on amending Regulation (EC) No 1060/2009 on credit rating agencies*, Bruxelles, 2 giugno 2010.

8. La direzione della (ri-)regolazione

Come accade per (quasi) tutti gli interventi normativi, anche le novità ricordate nei paragrafi precedenti sono destinate ad avere effetti positivi. Alcune misure possono infatti migliorare il livello di affidabilità dei rating e, pertanto, rendere più solide le basi dell'affidamento che gli investitori e, come abbiamo visto, i regolatori riconoscono ai giudizi delle agenzie.

Tuttavia, è sempre utile ricordare che le norme hanno anche dei costi, espliciti e impliciti. I primi sono facili da individuare, nel nostro caso: le agenzie di rating dovranno verosimilmente sostenere costi maggiori di *compliance*, i quali verranno almeno in parte scaricati sugli emittenti e, quindi, sugli investitori. È però interessante soffermarsi anche sui costi impliciti.

La scelta che regolatori hanno compiuto o intendono compiere ricorda un po' "Lascia o raddoppia". Davanti alla scarsa affidabilità dimostrata dall'impianto regolamentare precedente la crisi, si è deciso, per quanto riguarda i rating, di "raddoppiare" anziché di "lasciare". In sostanza, si sarebbe potuto decidere di ridisegnare in profondità la filosofia del rinvio ai rating per la determinazione dei beni detenibili dagli investitori o per la quantificazione, a fini prudenziali, delle dotazioni patrimoniali. L'alternativa era quella di confermare le scelte già compiute, intensificando i vincoli sull'attività delle agenzie di rating. Al momento è stata imboccata con più decisione la seconda strada, benché alcuni passi siano stati compiuti, soprattutto negli Stati Uniti, anche sulla seconda.

La decisione di seguire contemporaneamente i due approcci può non essere del tutto lineare: più la produzione di giudizi sulla solvibilità delle imprese si riavvicina al modello originario (ossia: quello in cui tali giudizi valgono per quello che sono, ossia mere opinioni) meno appare sensato caricare di costi di *compliance* soggetti che vedono ridotto il proprio peso regolamentare.

Inoltre, il rinnovato credito che i regolatori hanno implicitamente assegnato all'affidabilità dei giudizi emessi dalle agenzie che si conformino alle nuove regole può ampliare l'*expectation gap* già mostrato in passato¹⁶. Dinamiche cognitive non molto dissimili da quelle che hanno condotto alcuni investitori a non compiere valutazioni autonome sul merito i credito dei titoli oggetto di rating hanno infatti anche portato a confondere il giudizio delle agenzie con una forma di garanzia implicita sul livello di solvibilità dell'emittente. In realtà, le stesse agenzie hanno spesso rilevato che il valore attribuito ai rating dagli utenti non sembra in linea con le informazioni che tali giudizi

¹⁶ La maggior parte delle autorità di vigilanza dei principali ordinamenti ritiene che il rinvio ai rating da parte delle norme applicabili abbia accresciuto il rischio che gli investitori percepissero un'approvazione implicita, da parte del regolatore, dei giudizi delle agenzie (THE JOINT FORUM, *cit.*, p. 10 s.).

sono effettivamente in grado di fornire: se il regolatore ha ritenuto che un rating emesso da un'agenzia nel rispetto delle nuove disposizioni abbia un'affidabilità tale da essere incorporato in norme di rango primario e secondario, perché gli investitori non dovrebbero fare altrettanto?

Un altro effetto indesiderato dell'approccio normativo seguito potrebbe essere quello di accrescere le barriere all'ingresso che da tempo caratterizzano il mercato dei servizi di valutazione del merito di credito. La necessità di ottenere un'autorizzazione per poter emettere rating validi ai fini delle regole di vigilanza prudenziale rappresenta una barriera che può essere spiegata con la volontà del regolatore di non abdicare completamente al proprio ruolo. Tuttavia, non rientra in quest'ottica la necessità che anche la semplice pubblicazione su base professionale di rating sia sottoposta ad autorizzazione: eppure, questa è stata la scelta europea. Del resto, se è pur vero che il maggior potere contrattuale dei (pochi) operatori presenti può ridurre gli effetti negativi del *rating shopping*, il minor grado di concorrenza può rendere più difficile l'accesso al rating da parte degli emittenti di minori dimensioni. Si è visto che l'assetto del mercato non ha fornito, quanto meno fino a tempi molto recenti, incentivi particolari al miglioramento dei modelli di valutazione, gli acquirenti dei rating essendo disposti a preferire modelli con lacune ben individuabili al fine di ottenere un giudizio quanto migliore possibile sul proprio merito di credito. La minore concorrenza potenziale non può che rappresentare un ulteriore freno all'innovazione dei modelli di valutazione, anche perché la valutazione dei soggetti che richiedono l'accesso al mercato dei *rating* tenderà a basarsi sulle (migliori) pratiche correntemente adottate dalle agenzie già in possesso della licenza: la correzione dei modelli di valutazione comunemente condivisi ma, in ipotesi, lacunosi ne risulterebbe più difficile.

Pur in assenza di concorrenza, uno stimolo all'innovazione potrebbe forse essere rappresentato da un efficace sistema di responsabilità civile per le agenzie di rating. Al momento, il regime della responsabilità delle agenzie si caratterizza in primo luogo per la scarsa chiarezza. Se in Italia non si ricordano risarcimenti significativi da parte dalle agenzie, negli Stati Uniti la copiosa – e a volte contraddittoria – giurisprudenza ha in passato escluso con frequenza tale responsabilità, soprattutto sulla base della protezione assicurata alla libertà di espressione delle opinioni personali dal Primo emendamento, a differenza di quanto accadeva per le violazioni dei doveri dei revisori dei conti. Sarebbe, per inciso, interessante esplorare la questione se, in linea teorica, le difficoltà fino a tempi recenti fraposte al risarcimento dei danni correlati all'affidamento sul rating costituissero un sussidio indiretto a favore delle agenzie oppure se esse rappresentassero un'applicazione del principio del *caveat emptor*. La tradizione giurisprudenziale dovrà peraltro confrontarsi in futuro

con le recenti previsioni del *Dodd-Frank Act*, che hanno esteso alle agenzie di *rating* il regime di responsabilità dei revisori (Sec. 933(a)).

Come anticipato, l'intervento regolamentare in materia di *rating* ha contemporaneamente seguito, soprattutto negli Stati Uniti, un indirizzo diverso, optando per un minore affidamento normativo sui giudizi delle agenzie. Prima di svolgere alcune ulteriori considerazioni su questo approccio alternativo, è utile segnalare che questa strada è stata recentemente percorsa anche dalla Consob in un contesto specifico. Gli schemi di prospetto stabiliti per le quote di fondi comuni aperti non contengono più un riferimento obbligatorio al *rating* quale indicatore della rischiosità degli investimenti compiuti dal fondo stesso. La precedente versione del Regolamento emittenti (Allegato 1B, schema 1, § G.4) richiedeva infatti l'indicazione del merito creditizio minimo della componente obbligazionaria del portafoglio. L'indicazione è stata espunta con la modifica del Regolamento avvenuta nel marzo 2009.

Negli Stati Uniti, tradizionalmente molto inclini a incorporare i giudizi delle agenzie nella regolamentazione, sono stati fatti, come si diceva, alcuni passi nel senso dell'eliminazione del rinvio ai *rating*. Dopo un primo tentativo del luglio 2008¹⁷, la SEC ha riconsiderato nel 2009 l'argomento proponendo di modificare in questo senso la disciplina dei fondi comuni d'investimento¹⁸: tuttavia, la proposta più radicale di eliminare i riferimenti ai *rating* ha lasciato il passo alla soluzione, più in linea con l'approccio tradizionale, di richiedere ai gestori l'indicazione di più agenzie di *rating* (almeno quattro) tra le quali selezionare, di volta in volta, quelle a cui rivolgersi per il rilascio dei giudizi sugli strumenti finanziari. È un segnale rilevante, in ogni caso, l'abrogazione della disposizione che vietava l'investimento in un strumenti finanziari del tipo “*asset backed security*” qualora questi non fossero oggetto di un *rating*. Nello stesso anno, in conformità alle indicazioni espresse dal Tesoro, alcuni riferimenti ai *rating* sono stati eliminati dalle norme che li prevedevano. Il lavoro di revisione è poi proseguito nel 2010, allorché la SEC ha proposto di sostituire, ai fini del conseguimento della *shelf registration* per gli strumenti finanziari strutturati (in particolare: ABS), il requisito del *rating investment grade* con altri elementi tra i quali, sul modello delle modifiche alla *Capital Requirements Directive* (v. ora art. 122-bis, dir.

¹⁷ SEC, *References to Ratings of Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*, *Investment Company Act Release No. 28327*, 1° luglio 2008. L'intenzione della SEC di procedere a una revisione delle norme contenenti rinvii ai *rating* emessi dalle NRSRO era stata dichiarata già in un rapporto predisposto dalla medesima Commissione nel gennaio 2003: SEC, *Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets*, 2003, pp. 39 e 45 (lo studio fu preparato in ottemperanza a una disposizione del Sarbanes-Oxley Act).

¹⁸ SEC, *Money Market Fund Reform*, *Investment Company Act Release No. 28807*, 30 giugno 2009, § II.A.2.a.

2006/48/CE), il mantenimento in capo all'*originator* di una esposizione agli *asset* sottostanti all'emissione.

Anche il Congresso degli Stati Uniti ha recentemente compiuto passi notevoli in questa direzione. Il *Dodd-Frank Act* abroga infatti un numero rilevante di riferimenti ai rating contenuti nella legislazione vigente¹⁹: in alcuni casi si tratta di semplice eliminazione; in altri, ivi incluse le regole sui fondi comuni sopra ricordate, i riferimenti sono sostituiti con un più generico rinvio a livelli di merito di credito definiti dalla SEC. Questi rimandi sollevano, come si vedrà, il problema dell'individuazione di parametri alternativi ai rating.

E' questa la direzione da seguire? Si dovrebbe ridurre l'affidamento sui rating o addirittura eliminarlo del tutto? Molti commentatori sostengono, in questi giorni, che questa dovrebbe essere la risposta alla crisi di fiducia nelle agenzie dei rating. Al contrario, la strada della maggiore regolamentazione è quella battuta con maggiore convinzione sia negli Stati Uniti, già prima della recente crisi a seguito degli scandali legati ai fallimenti Enron e WorldCom, sia in Europa, come reazione alla crisi.

Sia chiaro: non si intende qui sostenere che le agenzie di rating non svolgano una funzione utile per il corretto funzionamento dei mercati finanziari. Le società di rating esistevano prima che la normativa primaria e secondaria iniziasse a fare riferimento ai loro giudizi: esse continueranno ad esistere anche in assenza di deleghe regolamentari. Tuttavia, è evidente che l'assegnazione di una funzione normativa alle valutazioni delle agenzie ha almeno in parte distorto le naturali condizioni della domanda e dell'offerta di rating, accrescendo la prima e caricando la seconda di compiti che questa non aveva: né è certo che per le stesse agenzie di rating questo ruolo innaturale sia realmente desiderabile.

9. Quali sono le alternative all'uso dei rating a fini regolamentari?

È dubbio che una completa e radicale eliminazione delle norme che contengono rinvii ai rating dalle disposizioni vigenti sia la soluzione migliore. Verosimilmente, l'approccio più corretto è quello, recentemente adottato dalla SEC, che consiste in una valutazione caso per caso delle regole in modo da eliminare i rinvii superflui (o dannosi).

Nel compiere tale selezione ci si potrebbe chiedere se sostituire o integrare il rinvio ai rating con altri strumenti in grado di svolgere una funzione analoga senza essere affetto dai problemi che riguardano il sistema dei rating.

¹⁹ V. Sec. 939.

Frank Partnoy, uno dei più vivaci critici dell'attuale sistema regolamentare, ha in particolare suggerito di ricorrere agli *spread* tra il tasso d'interesse sul debito dell'emittente e il tasso d'interesse di un'attività priva di rischio, come ad esempio i titoli di stato di alcuni paesi. In un secondo momento, lo stesso Partnoy ha poi suggerito di avvalersi, in aggiunta ai *credit spread*, dei prezzi relativi ai *credit default swap*. Questi ultimi sembrerebbero peraltro preferibili perché i mercati ad essi relativi sono in genere più liquidi dei mercati obbligazionari.

Gli indici alternativi per la misurazione del rischio di credito sembrano avere, rispetto ai tradizionali rating, diversi vantaggi:

- riflettendo un *consensus* di mercato, essi sono meno esposti ai conflitti d'interessi e agli errori che possono caratterizzare ciascun metodo di valutazione individualmente considerato, a differenza di quanto si è visto per le agenzie di rating;
- essi sono inoltre più reattivi dei rating, che spesso sono corretti quando l'informazione così comunicata al mercato non è più utile;
- tale gradualità comporta anche impatti minori dei *downgrading* (che spesso innescano reazioni a catena e rinforzano gli effetti prociclici dei rating);

Naturalmente anche i parametri alternativi ai rating hanno alcune controindicazioni che potrebbero renderne sconsigliabile l'uso:

- i mercati dei CDS, benché liquidi, hanno alcune opacità (i contratti di *swap* non sono oggetto di pubblicazione e spesso una parte del contratto non conosce la controparte) e sono facilmente manipolabili in quanto vedono pochi grandi operatori in posizione dominante;
- i mercati dei CDS possono essere troppo volatili e poco efficienti in situazioni di crisi in cui la liquidità può calare;
- le indicazioni dei CDS possono mancare per gli emittenti più piccoli, per i quali, inoltre, non esiste in genere un mercato del debito (proprio quelli che sono in genere finanziati dalle banche di minori dimensioni, le quali più frequentemente ricorrono ai rating esterni ai sensi di Basilea 2);
- mentre i rating possono basarsi su informazioni riservate riguardanti gli emittenti, i mercati dei CDS e dei bond non beneficiano "istituzionalmente" di tale vantaggio informativo.

Non sembrano invece sufficienti – perlomeno: se non accompagnate da un profondo ripensamento del ruolo che la regolamentazione ha fino ad oggi assegnato ai rating – altre soluzioni proposte per risolvere il problema dei conflitti d’interessi e delle lacune (attuali e, inevitabilmente, future) nei modelli di valutazione. Si pensi, ad esempio, alla proposta di integrare i rating sintetici (indicati con le lettere dell’alfabeto) con indicazioni probabilistiche più dettagliate sulla misura della *probability of default* e della *loss given default*, proposta che ha trovato riscontro nel *Dodd-Frank Act*²⁰. Interventi di questa natura possono tuttavia essere utili a migliorare il mercato “naturale” (ossia: non indotto dalla regolazione) dei rating, il quale non scomparirebbe neppure se si eliminassero tutti i rinvii presenti nella regolazione.

10. Conclusioni

I rating rispondono molto probabilmente a un inevitabile bisogno di semplificazione cognitiva e, per tale motivo, continueranno ad avere un proprio mercato. Gli interventi dei *policymaker* possono essere diretti a migliorare tale mercato e – non necessariamente in modo alternativo – a eliminare le interferenze che hanno accresciuto in modo artificiale la domanda di giudizi sul merito di credito.

Nel decidere quali misure adottare, occorrerà tenere presente che i rating rappresentano solo uno tra gli strumenti di semplificazione cognitiva disponibili. Nella recente crisi, questo sistema ha tuttavia mostrato alcune lacune. In primo luogo, i modelli di valutazione adottati possono contenere errori, come dimostrato dalla grande sottovalutazione della correlazione dei *default* nel settore dei mutui immobiliari (“imperfezione statica”): poiché è sempre possibile che accada un fatto non previsto o si verifichi una correlazione non adeguatamente ponderata, il rischio di imperfezioni nei modelli è e sarà sempre presente. È quindi opportuno non illudersi sulla possibilità che una regolamentazione più stringente sia in grado di impedire l’emersione di problemi in futuro, in questo come in altri settori: un approccio sensato per i regolatori può essere quello di non illudersi a loro volta immaginando rating infallibili, aumentando in tal modo l’*expectation gap* da cui sono stati afflitte le valutazioni delle agenzie.

In secondo luogo, le classi di rischio dei rating sono necessariamente imprecise perché gli aggiustamenti non possono essere fatti in tempo reale (e in generale le agenzie cercano di evitare che i propri giudizi siano soggetti a un’eccessiva volatilità): esisterà quindi sempre almeno un rating che, in quel dato momento, non corrisponde più alle caratteristiche dell’emittente ma non è ancora

²⁰ Sec. 932 del *Dodd-Frank Act*, che modifica la Sec. 15E del Securities Exchange Act del 1934 (v. in particolare la nuova Sec. 15E(s)(3)(B)(ii)(II)).

stato aggiornato e non rappresenta, pertanto, un indicazione pienamente affidabile (“imperfezione dinamica”).

A questi aspetti, inevitabilmente legati alla difficile arte delle valutazioni prospettiche, si aggiungono le insidie derivanti dalla particolare configurazione del mercato dei rating. Nel caso della finanza strutturata, il rapporto diretto tra agenzie ed emittente ha comportato la comunicazione dei modelli di valutazione o, in alcuni casi, la concessione di una consulenza implicita in sede di definizione delle emissioni. Questo approccio aggrava il rischio che siano sfruttate – non necessariamente in modo consapevole – le lacune dei modelli di valutazione.

Sempre con riferimento alla finanza strutturata, il rischio di valutazioni ingiustificatamente elevate è poi accresciuto dal fatto che l’interesse di emittenti, agenzie e investitori è nel senso dell’assegnazione di un rating elevato: diversamente, infatti, i primi potrebbero non riuscire a collocare i prodotti, le seconde non percepirebbero alcuna commissione e, infine, i terzi potrebbero dover ripiegare su investimenti dai rendimenti inferiori.

È verosimile che il bisogno di semplificazione cognitiva che spinge a ricorrere a indicatori sintetici riguardi anche regolatori e *policymaker*, i quali hanno fatto ricorso al rating in quanto si trattava dello strumento più semplice a disposizione per indicare i livelli di rischiosità delle passività a fini normativi. Tuttavia, tale rinvio non solo garantisce un improprio *imprimatur* ai rating, ma accentua il valore di un rating elevato e dunque esaspera i conflitti di interessi. Pertanto, imporre per regolamento valutazioni basate sui rating amplifica le imprecisioni (dinamiche e statiche) da cui questi sono affetti. Per il futuro, sembra quindi opportuno rivedere questa impostazione. Nel caso dei fondi comuni d’investimento, si potrebbe valutare se eliminare i riferimenti ai rating, senza tuttavia vietare l’uso di tale indicatore: si potrebbe più opportunamente accrescere la *disclosure* sul grado di affidamento, da parte dei gestori, sui rating stessi.

Proprio la consapevolezza di intervenire in un ambito in cui le decisioni degli operatori di mercato possono essere caratterizzate da razionalità limitata (si è visto, ad esempio, il ruolo dell’*expectation gap*) deve indurre a un’ultima considerazione. Quali che siano le misure da preferirsi per rimediare ai fallimenti di mercato che si sono manifestati per i rating, è importante ricordare che i limiti cognitivi non affliggono solo gli attori del mercato, con i loro modelli per il *trading* o per la valutazione del rischio di credito, ma anche chi il mercato regola e vigila, con le lacune normative, le distorsioni degli incentivi conseguenti a regole sbagliate, le difficoltà nel prestare l’attenzione necessaria ai segnali di potenziali frodi o anche solo di rischi eccessivi presenti sui mercati: alcuni eccessi di fiducia nei rating ne sono la prova. Questa consapevolezza dovrebbe portare a riconoscere, con la dovuta umiltà, che qualunque apparato di regole, per quanto ben

congegnato, non potrà che affrontare la razionalità limitata degli attori del mercato partendo, inevitabilmente, da altri limiti cognitivi. E ciò a maggior ragione se si considera che le decisioni dei regolatori sono il frutto di interazioni che avvengono all'interno di, e tra, organizzazioni, presso le quali i problemi di "agenzia" possono non essere inferiori a quelli che caratterizzano i rapporti tra investitori, emittenti e *gatekeeper*.