

autore

FABIO GIANISI

materia

Diritto commerciale

Le agenzie di rating: di che cosa si tratta?

Le agenzie di *rating* sono società che esprimono pareri sul merito del credito di un determinato *emittente* (ossia di un soggetto che immette sui mercati strumenti finanziari) o di uno *strumento finanziario*. In altri termini, secondo quanto chiarito dalla Commissione europea in una comunicazione a esse dedicate nel 2006, le agenzie valutano la probabilità di insolvenza di un emittente rispetto ai suoi obblighi finanziari in generale (e allora si parlerà di *rating* dell'emittente) o rispetto agli obblighi connessi all'emissione di un determinato titolo a reddito fisso (e allora si parlerà di *rating* dello strumento finanziario).

In particolare, i titoli tradizionalmente oggetto delle valutazioni delle agenzie sono le **obbligazioni**; solo recentemente, con il moltiplicarsi delle tipologie di strumenti finanziari offerti sul mercato, le agenzie di *rating* hanno iniziato a occuparsi anche di altri titoli, tra i quali quelli legati a operazioni di cartolarizzazione dei crediti, denominati *asset backed securities*.

I pareri delle agenzie sono rappresentati da giudizi sintetici (i *rating*, appunto) espressi in lettere e, a volte, in numeri, ordinati secondo una scala decrescente a seconda dell'affidabilità dell'emittente o dello strumento. In tal modo, un giudizio di cosiddetta "tripla A" (AAA per Standard & Poor's e Aaa per Moody's, ad esempio) sarà tipicamente associato a un emittente particolarmente di qualità o a uno strumento finanziario molto sicuro, mentre un giudizio espresso nella lettera C identificherà emittenti di dubbia solidità e titoli ad alto rischio.

Con particolare riferimento ai *rating* sugli strumenti finanziari, si suole inoltre distinguere tra titoli cosiddetti *investment grade* (ossia i titoli che hanno ottenuto un *rating* migliore e che sono quindi adatti a chi è alla ricerca di un investimento non particolarmente rischioso) e titoli cosiddetti *speculative grade* (rappresentati dagli strumenti finanziari giudicati con un *rating* più basso, adatti a investitori propensi a sopportare rischi maggiori). I più volatili tra i titoli *speculative grade* sono denominati nella prassi *junk bonds* (obbligazioni spazzatura), proprio per sottolinearne la scarsa appetibilità.

I giudizi delle agenzie vengono sottoposti a un continuo aggiornamento, in modo da poter essere sempre affidabili e attendibili. È così possibile che un emittente o uno strumento finanziario vedano il proprio *rating* peggiorare o migliorare nel tempo: nel primo caso, si parlerà di un *upgrade* del *rating*, nel secondo caso di un *downgrade*.

Di norma sono gli stessi emittenti ad affidare alle agenzie di *rating* il compito di effettuare una valutazione della propria affidabilità, o di compiere un'analisi in relazione a una specifica emissione di uno strumento finanziario. Ovviamente, come si dirà più avanti, la circostanza per cui le agenzie di *rating* sono di solito remunerate dall'emittente crea dei dubbi sulla loro indipendenza, in quanto è lecito il sospetto circa l'effettiva autonomia di giudizio del controllore che viene pagato dal controllato.

obiettivi

- comprendere che cosa sono e quale ruolo svolgono le agenzie di *rating* internazionale
- spiegare le ragioni per le quali la valutazione dell'agenzia di *rating* assume un ruolo importante nel mondo finanziario

proposte didattiche

- quali vantaggi e/o svantaggi comporta l'attività delle agenzie di *rating* per i risparmiatori? E per chi emette strumenti finanziari oggetto di valutazione?
- sai spiegare che cos'è il "patrimonio di vigilanza"? Eventualmente cercane la definizione in Internet
- nell'articolo si citano i casi Enron e Parmalat e si accenna alla vicenda dei mutui *subprime*. Sai spiegare di che cosa si tratta?



Una banca a Francoforte sul Meno, sede dell'alta finanza tedesca.

In alcune occasioni, invece, le agenzie di *rating* sottopongono ad analisi titoli e società anche in assenza di un incarico; ciò da un lato assicura una maggiore indipendenza del giudizio, ma dall'altro lato determina il rischio che il giudizio sia meno approfondito.

Infatti, nel caso in cui l'agenzia abbia ricevuto un incarico dall'emittente, è presumibile che abbia avuto accesso a tutte le informazioni necessarie per valutare con precisione la solidità economica e finanziaria della società mandante e possa essersi in tal modo fatta un'idea chiara delle reali possibilità di insolvenza dell'emittente. Viceversa, in caso di iniziativa autonoma dell'agenzia di *rating*, quest'ultima sarà costretta, per rendere il giudizio, a fare riferimento a dati pubblicamente accessibili (in particolare: i bilanci relativi agli ultimi esercizi sociali) che non sempre contengono un'informativa esaustiva sull'emittente. Esiste quindi, in quest'ultimo caso, il rischio che il *rating* sia imparziale, ma non particolarmente attendibile.

Distinta dall'attività delle agenzie di *rating* è quella svolta dagli analisti e dai ricercatori finanziari, che formulano (almeno normalmente) delle vere e proprie indicazioni di investimento, seppure generalizzate, ossia rivolte al pubblico indistinto dei risparmiatori. Gli analisti, infatti, non si limitano o non si preoccupano di analizzare la solidità economica dell'emittente, ma suggeriscono determinate decisioni di investimento o disinvestimento del titolo oggetto di studio, attraverso indicazio-

ni di "*buy*" (comprare), "*sell*" (vendere) o "*hold*" (mantenere, nel senso di non effettuare alcuna operazione sul titolo, né in vendita né in acquisto). Non solo: gli analisti formulano anche previsioni sul prezzo di negoziazione dello strumento finanziario nei mercati regolamentati.

Ancora più netta è la differenza tra l'attività delle agenzie di *rating* e quella di chi (banche e società di intermediazione mobiliare, ma anche consulenti indipendenti) presta il servizio di consulenza in materia di investimenti; attività, quest'ultima, che si sostanzia nella formulazione di consigli personalizzati di investimento in strumenti finanziari, indirizzati a uno specifico risparmiatore (di cui sono noti la competenza e l'esperienza in materia finanziaria, gli obiettivi di investimento e la situazione finanziaria) e non al pubblico indistintamente.

Nel mercato operano pochissime agenzie di *rating*. Tre, in particolare, sono note al grande pubblico e si spartiscono la quasi totalità del mercato: le società americane Standard & Poor's, Moody's e Fitch. Esse operano, quindi, in una situazione di sostanziale oligopolio, criticata da più parti in quanto, secondo alcuni studiosi, la scarsa concorrenza minerebbe la qualità dei giudizi resi dalle agenzie. In realtà, non è detto che un mercato con un maggior numero di operatori comporterebbe necessariamente un miglioramento della situazione: infatti, la concorrenza potrebbe indurre le agenzie di *rating* esistenti a livellare verso il basso la qualità dei giudizi resi e, soprattutto, consentirebbe l'ingresso di società di dubbia reputazione e la circolazione di *rating* di scarsa affidabilità.

Utilità delle agenzie e loro regolamentazione

Descritti l'attività delle agenzie di *rating* e il mercato in cui operano, occorre adesso sottolineare l'importanza che esse rivestono per il corretto funzionamento dei mercati finanziari.

In primo luogo, l'elaborazione e la diffusione dei *rating* consente ai risparmiatori di avere a disposizione uno strumento, semplice e tendenzialmente affidabile, per valutare la solidità e il merito creditizio di un emittente o di uno strumento finanziario. Bisogna infatti considerare che gli investitori non sono in grado di valutare, sia per le difficoltà tecniche di tale giudizio, sia per la scarsità delle informa-

zioni reperibili, la reale affidabilità di chi propone sul mercato titoli destinati al grande pubblico.

Anche la documentazione dell'offerta dei prodotti, resa obbligatoria dalla normativa di riferimento e rappresentata soprattutto dal *prospetto informativo* (documento che deve essere consegnato all'investitore prima dell'investimento e che descrive analiticamente l'emittente e lo strumento finanziario offerto), non ha la stessa forza del *rating*: quest'ultimo, infatti, per la sua estrema semplicità, non richiede alcuna competenza particolare per essere pienamente compreso. Il risparmiatore, quindi, di fronte a un giudizio di "tripla A", saprà che potrà acquistare uno strumento a basso rischio e, per contro, di fronte a un giudizio espresso con la lettera C, potrà effettuare un investimento con non trascurabili possibilità di esito nefasto per il suo portafoglio.

L'efficacia e l'importanza per i risparmiatori dei *rating* è stata in più occasioni rimarcata dalla giurisprudenza italiana; moltissimi Tribunali, infatti, giudicando in cause proposte da investitori contro intermediari, hanno ritenuto che l'illustrazione dei *rating* alla clientela prima dell'investimento (ovviamente aggiornati e diffusi da agenzie internazionali di elevato *standing*, come le tre sopra indicate), rappresenti un modo sicuro ed efficiente di adempiere agli obblighi informativi facenti capo agli intermediari finanziari, e che la mancata comunicazione dei *rating* sia fonte di responsabilità per gli intermediari stessi.

Il *rating*, in definitiva, diventa un modo per avvicinare emittenti e risparmiatori, abbattendo (o quantomeno limitando) le barriere informative che normalmente li dividono e che rendono difficile per i risparmiatori effettuare consapevoli scelte di investimento.

In secondo luogo, i *rating* presentano una notevole importanza anche per il mondo degli emittenti.

I titoli accompagnati dalle valutazioni positive di una o più agenzie internazionali rivestono infatti un maggiore *appeal* per il pubblico, e hanno così una notevole possibilità di incontrare successo sul mercato.

Inoltre, i *rating* sono diventati indispensabili per l'ottenimento, da parte degli emittenti, di finanziamenti da parte delle banche: quanto più alto sarà il giudizio sulla solvibilità della società effettuato dalle agenzie, tanto più alta sarà la possibilità di ottenere finanziamenti a tassi di interesse vantaggiosi.

Ancora: nella prassi dei contratti internazionali si usa spesso considerare il *downgrade* del

rating dell'emittente come un segnale inequivocabile di insolvenza, tale da determinare l'interruzione di una linea di credito, la decadenza dal beneficio del termine o, addirittura, la risoluzione del contratto.

In terzo luogo, alcune emissioni di strumenti finanziari non sono consentite se l'emittente non ha dimostrato di avere un *rating*, attribuito da una delle principali agenzie internazionali, che attesti un merito creditizio elevato. Anche il nostro Paese prevede, specie in relazione all'emissione di *asset backed securities* nel contesto di operazioni di cartolarizzazione dei crediti, limitazioni alla possibilità di offrire tali prodotti ai clienti non professionali se non accompagnati da *rating* di primo livello.

In quarto e ultimo luogo, la normativa comunitaria che è seguita ai cosiddetti Accordi di Basilea 2 in tema di adeguatezza patrimoniale delle banche e degli intermediari finanziari, recepita anche in Italia, prevede l'utilizzo dei *rating* ai fini del calcolo del cosiddetto patrimonio di vigilanza richiesto a tali soggetti.

Come si vede, pertanto, l'importanza delle agenzie di *rating* si è nel tempo estesa: da semplice strumento per consentire ai risparmiatori di comprendere i rischi associati a un investimento, i giudizi di Standard & Poor's, Moody's e Fitch sono diventati requisiti indispensabili agli emittenti per offrire prodotti, per ricorrere al credito e, in ultima analisi, per stare sul mercato.

È quindi particolarmente sentita l'esigenza che le agenzie di *rating* operino in totale e assoluta autonomia, slegate da rapporti di dipendenza economica dai soggetti che sono chiamate a giudicare. In quest'ottica, appare di grande rilievo, lo si è già anticipato, la problematica circa le modalità di remunerazione delle agenzie che, nella maggioranza dei casi, sono pagate dagli emittenti sottoposti a esame.

La risposta fornita al problema (anche dalla Commissione europea quando, nel 2006, ha reso un parere sul grado di affidabilità e indipendenza delle agenzie di *rating*) è che, poiché il successo delle agenzie è direttamente proporzionale alla percezione della loro affidabilità, non sarebbe utile per esse farsi condizionare, nel rilascio dei *rating*, dagli emittenti: ciò, infatti, determinerebbe un immediato peggioramento della loro reputazione, con rapida perdita di posizione sul mercato e danni maggiori dei vantaggi.

Per questo motivo, non è mai stata dettata, né in ambito internazionale, né comunitario, né nazionale, una compiuta disciplina delle agenzie di



Grazie al progresso informatico e delle telecomunicazioni, i mercati finanziari sono oggi molto più integrati che in passato.

rating, che individui regole chiare atte a prevenire conflitti di interesse nocivi per la trasparenza dei mercati finanziari.

Al contrario, si è ritenuto che una rigida regolamentazione delle attività e delle responsabilità delle agenzie di *rating* possa comportare un effetto negativo per il mercato, considerato che esse potrebbero essere indotte a emettere giudizi sempre molto severi, al fine di limitare il rischio di richieste risarcitorie degli investitori che lamentino di essere stati “ingannati” da *rating* troppo lusinghieri.

In quest’ottica, le Autorità di Vigilanza europee (tra cui la CONSOB), riunite in un’organizzazione denominata IOSCO (International Organization of Securities Commissions), hanno elaborato un sistema di autoregolamentazione, fondato sulla collaborazione delle agenzie di *rating*. In particolare, queste ultime sono chiamate ad adottare un codice di autodisciplina che individui i processi di assegnazione dei *rating* e le misure adottate per assicurare autonomia e indipendenza di giudizio.

Allo stato, non è quindi chiaro quali siano le conseguenze derivanti da eventuali inefficienze o inesattezze dei *rating*: ciò anche in considerazione del fatto che le agenzie usano sempre precisare che

i *rating* non rappresentano suggerimenti di investimento rivolti ai risparmiatori.

I recenti scandali finanziari (e in particolare il *default* di importanti imprese internazionali come la Enron e la Parmalat, nonché il recente *credit crunch* sui mutui *subprime*) hanno fatto dubitare il popolo dei risparmiatori e le stesse Autorità di Vigilanza europee circa la correttezza ed efficacia dell’attività delle agenzie di *rating*, i cui giudizi non sono mai stati in grado di fornire chiare avvisaglie dei disastri poi verificatisi. Si pensi, infatti, che il *downgrade* dei *rating* relativi alla Enron e alla Parmalat è avvenuto soltanto nella fase immediatamente precedente il *default*, e che, nel caso dei mutui *subprime*, le agenzie non hanno in alcun modo segnalato il peggioramento della situazione.

È quindi attualmente allo studio del CESR (Committee of European Securities Regulators, ovvero il Comitato delle Autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari, importante organo tecnico a livello comunitario) il comportamento tenuto dalle agenzie di *rating* nell’ambito della vicenda dei mutui *subprime*; studio che potrebbe portare all’adozione, a livello comunitario, di una specifica disciplina delle agenzie di *rating*.