



The *Adam Smith Society*

Rating: prigioniero o fuggitivo della regolamentazione e del regolatore?

9 Giugno 2014 - Milano



The Adam Smith Society

RELATORI

Guido Cammarano
Presidente, Arca SGR

Alessandro De Nicola
Presidente, Adam Smith Society

Marco Cecchi de' Rossi
Ined, Dagong Europe Credit Rating

Carmin Di Noia
Vice Direttore Generale, Assonime

Ugo Loser
Amministratore Delegato, Arca SGR

Daniela Morgante
Magistrato, Corte dei Conti

Paolo Santella
Team Leader for Credit Rating Policy, ESMA - European Securities and
Markets Authority

Neomisio Susi
Responsabile, Ufficio Giudizi di Rating e Raccomandazioni di Investimento, Consob



Guido Cammarano
Presidente, Arca SGR

Il mio compito è essenzialmente quello di porgere un caloroso benvenuto e tanto più caloroso considerata la giornata di oggi. In questa nostra sede a tutti voi che siete qui convenuti per questo incontro, organizzato dall'Adam Smith Society in collaborazione con Arca, che ha per oggetto il ruolo dei rating nei mercati finanziari. E' un argomento molto tecnico ed è per questo che il panel di discussione è composto di esperti qualificati della materia, che ringrazio ovviamente per avere accettato l'invito a portare il loro contributo.

I rating e le agenzie che li elaborano hanno sostanzialmente avuto la funzione di aprire il mercato del capitale di debito creando alle imprese canali alternativi al credito bancario e, quindi, favorendo la possibilità a soggetti diversi dalle banche, di subentrare a queste ultime nella concessione di credito e di dare agli stati sovrani la possibilità di ampliare gli spazi di collocamento del loro debito.

Lo scopo e la giustificazione dell'elaborazione di rating da parte di agenzie in ciò specializzate erano e sono tuttora quelli di svolgere un'imparziale analisi sull'affidabilità dei debitori per assistere i potenziali investitori negli investimenti, soprattutto di natura obbligazionaria nelle imprese, dando un contributo alla trasparenza, alla completezza e l'integrazione dei mercati finanziari.

Fin qui la teoria, ma di fatto, nel dicembre del 2000 una grande banca d'affari internazionale vendette in pochi minuti 340 milioni di dollari di un cosiddetto CDO, un'obbligazione a garanzia della quale c'era un insieme di altre obbligazioni, mutui ipotecari e prestiti ad alto rischio, ma "assistita" dal più alto rating possibile (una tripla A) assegnato dalle tre maggiori agenzie di rating: Moody's, Standard & Poor's e Fitch. Alla fine del 2006 le perdite su quegli investimenti ammontavano già a 125 milioni di euro e i creditori acquirenti credo stiano ancora piangendo.

Non ritengo di esagerare, ma fino all'inizio della crisi del 2007 le agenzie di rating hanno determinato il destino e relativo successo di emissioni di debito così strutturate essendo tutt'altro che indipendenti, considerato che i loro clienti erano gli emittenti e agendo in un campo privo di trasparenza come quello delle emissioni strutturate. Ne abbiamo purtroppo visti gli effetti. Ma anche sul rating alle imprese non hanno brillato: basti ricordare il caso Enron.

Come tutti qui sanno, negli Stati Uniti le agenzie di rating sono state allora sottoposte a maggiori controlli e sono state costrette ad essere più trasparenti, mentre in Europa è stato avviato un processo inteso a rafforzare nelle istituzioni finanziarie la propria interna valutazione del rischio di credito e a ridurre i riferimenti esclusivi e meccanici a rating esterni.

Quale dei due indirizzi sia il più appropriato credo sia il tema del nostro incontro odierno, non essendovi dubbio che la finanza ha bisogno di regolamentazione a causa della sua stessa funzione di procurare risorse nell'immediato gettando ponti tra presente e futuro.

Poiché, come si dice, addurre l'inconveniente non è provare l'argomento, ritengo infatti che nonostante ciò che si è verificato in passato, non si possa prescindere dai rating delle agenzie, specie in un periodo come questo attuale nel quale il credito bancario è ristretto a causa della sotto-capitalizzazione delle banche e quindi le imprese hanno bisogno di canali alternativi a quello bancario per i loro finanziamenti. I rating e i mini bond in particolare pongono con urgenza il problema del rating e possono dare alle agenzie, specialmente a quelle locali, l'occasione di rinnovare e di affermare la loro originale funzione di supporto al debitore e di tutela del creditore, considerato che i mini bond nascono proprio come alternativa al canale di finanziamento bancario e si rivolgono a investitori diversi dalle banche.

Le considerazioni che emergeranno da questo convegno saranno, ne sono certo, oggetto di attenta riflessione da parte di noi tutti partecipanti, ma soprattutto degli operatori sui quali pesa l'onere della quotidianità delle scelte di investimento.

Buon lavoro a tutti e grazie di essere intervenuti.



Alessandro De Nicola
Presidente, Adam Smith Society

Grazie Guido. Non vi do un caloroso benvenuto perché penso che di caloroso ci sia già il clima fuori, ma vi dico semplicemente perché, come Adam Smith Society, abbiamo pensato che questo fosse un tema molto importante, nonché ovviamente attuale. I giudizi di rating sono un elemento essenziale della governance sia delle società che dei mercati finanziari. Come è noto, le agenzie di rating sono viste da tutta la letteratura, sia economica che giuridica, come appartenenti a quella categoria cosiddetta dei gatekeepers, cioè sono coloro i quali hanno la funzione di fare i guardiani sostanzialmente del funzionamento dei meccanismi di mercato. Naturalmente le agenzie di rating non sono le sole: gatekeepers sono le società di revisione, gatekeepers sono le investment banks o anche gli studi legali; però, naturalmente, rientrano in quella categoria di soggetti che presidiano il corretto funzionamento del mercato essendo in un certo qual modo esponenti essi stessi del mercato. Non sono regolatori, non sono Autorità, come appunto la Consob o la Corte dei Conti. Quindi, dovrebbero avere insita in sé una maggiore efficienza.

Tuttavia, non esiste una situazione di mercati perfetti o senza costi di transazione o senza intervento della regolamentazione. Quindi, le società di rating non si muovono in un vuoto, ma si muovono in un ambito, in un assetto regolamentare: un ambito in un assetto regolamentare che spesso viene visto come necessario per alcuni profili, come quelli dei conflitti d'interesse; in altri casi viene visto come favorente una situazione di oligopolio, perché avendo la regolamentazione nei Paesi occidentali in qualche modo determinato la necessità del rating per alcuni strumenti finanziari, per alcune emissioni ed essendo solamente alcune società presenti e legittimate, perché poi in alcuni ordinamenti ci vuole anche l'autorizzazione, c'è una sorta di oligopolio determinato dal legislatore, dal regolamentatore stesso. Quindi si intrecciano queste problematiche. Si intreccia il problema della responsabilità. Naturalmente c'è un problema nel problema, che è quello del nostro Paese, dell'Italia, di quanto venga visto affidabile il sistema giudiziario italiano nei confronti di chi opera nel mercato e di quanto alcune iniziative possano scoraggiare o meno poi la presenza nel mercato. Naturalmente il che non vuole dire che la legge, se è violata, non debba essere, al contrario, rispettata o che non ci debbano essere sanzioni per chi la viola. Ma quello che accade in Italia, come al solito, accade solo in Italia, non accade in nessuna altra parte al mondo. Siamo come sempre i più geniali, i più dotati di fervida fantasia e questo aggiunge problema su problema.

Allora abbiamo pensato che questa fosse una buona occasione per fare un po' il punto e abbiamo pensato che questo punto non dovesse essere solamente un'occasione di conversazione oggi pomeriggio, che naturalmente ci fa piacere che siate intervenuti così numerosi, ma che fosse un qualche cosa che dovesse essere la base per un dialogo un po' più continuo, a cominciare dal fatto che gli interventi di oggi, con le correzioni e con i permessi dei relatori, verranno poi pubblicate e distribuite tra i partecipanti.

Quindi non posso fare altro che ringraziare Guido prima di tutto, che fa sempre gli onori di casa, e presentarvi i nostri relatori di oggi. La discussione avrà un formato abbastanza conosciuto a chi frequenta gli eventi dell'Adam Smith Society. Faremo un primo giro con i nostri relatori, poi raccoglieremo un po' di domande dal pubblico e dopodiché faremo un secondo giro conclusivo in cui però i relatori possono anche commentare gli uni sugli altri, non è necessariamente un dialogo solamente tra pubblico e relatori stessi.

Quindi, abbiamo come primo intervento, non in ordine cronologico, Marco Cecchi de' Rossi, che è amministratore indipendente di Dagong, come voi sapete la società di rating cinese che ha da poco fatto ingresso nel mercato europeo e Milano è stata scelta come sede europea. Marco ha molto contribuito alla nascita dopo un'esperienza ventennale nel rating in una delle tre big. Marco è anche un vecchio amico dell'Adam Smith Society, quindi siamo contenti il doppio.

Carmine Di Noia, vice Direttore Generale di Assonime, che ringrazio particolarmente perché ci ha molto aiutato a coordinare il panel, quindi se la cosa riesce bene vi ringraziamo dell'apprezzamento, se riesce male ovviamente è colpa sua. E' un grazie sentito due volte.

Ugo Loser, Amministratore Delegato di Arca SGR che ha la buona caratteristica, che a noi piace, che, oltre a fare molto brillantemente il suo mestiere, è anche una persona che si interroga sui temi un po' più generali e, quindi, è anche questo il motivo per il quale collaboriamo insieme: Arca e Adam Smith Society.



Daniela Morgante, or ora arrivata da Roma, che ringraziamo, Magistrato della Corte dei Conti. Voi sapete che la Corte dei Conti recentemente ha avuto qualcosa a che dire sulla responsabilità delle società di rating e quindi il punto di vista della Magistratura contabile è sicuramente di molto interesse.

Paolo Santella che è team leader del Credit Rating Policy dell'Esma. Questo è un pubblico informato dei fatti, quindi sapete tutti quanti cosa sia l'Esma, la European Security and Markets Authority. Infine, last but not least proprio nel vero senso della parola, Neomisio Susi, che è responsabile, invece, dell'ufficio Giudizi Di Rating e Raccomandazioni di Investimento della Consob.

Comincerei con Marco per dare un inquadramento generale dal punto di vista proprio degli operatori del mercato, tra l'altro vista la sua esperienza ha una visione sia da incumbent che da challenger.

Dopo continuerei con Paolo Santella, Neomisio Susi, Daniela Morgante, Ugo Loser e poi chiederei a Carmine di tirare un po' le fila.

Quindi grazie di nuovo a tutti quanti voi per essere intervenuti, grazie ad Arca per l'ospitalità e spero che sia un dibattito e una conversazione utile, sia per l'attualità del tema e sia per l'importanza che ha. Grazie.

Marco Cecchi De' Rossi

Ined, Dagong Europe Credit Rating

Grazie innanzitutto agli ospiti Adam Smith e Arca e grazie per questa occasione di una chiacchierata che mi vede libero da obblighi di rappresentanza, sia di incumbent che di challenger. Infatti il ruolo di amministratore indipendente, come molti di voi ben sanno, è un ruolo che sia per ragioni deontologiche sia per ragioni regolamentari, dà molte responsabilità, ma anche diversi gradi di libertà. Se a questo aggiungo il fatto che ho operato nell'industria per quasi un ventennio, è per me un piacere condividere con voi qualche considerazione sull'industria del rating.

L'industria del rating è, appunto, un'industria, parte integrante dei mercati dei capitali che genera, gestisce e distribuisce informazione e, come tutte le industrie, è soggetta ai tipici cicli che qualsiasi mercato libero, appartenente a contesti giuridici occidentali o "democratici", ovvero appartenente e anche operante in sistemi che alcuni giudicano non democratici. I mercati tendono a funzionare nello stesso modo. Nascono "liberi e selvaggi", con grandi energie, grandi successi, grandi fallimenti. Nel tempo gli operatori tendono a generare delle forme di auto-protezione che, attraverso la gestione dei prezzi e/o delle quantità scambiate creano strutture di tipo oligo-monopolistiche o monopsonistiche, secondo il punto di vista, ma comunque con pochi operatori che gestiscono il mercato e gestiscono anche i margini di profitto nonché le regole del gioco.

Questo è successo anche nel settore del rating in un arco di tempo molto lungo: tutte le agenzie incumbent hanno festeggiato in questi giorni o in questo inizio di secolo i loro primi cento anni di vita. Anche l'industria del rating ha avuto questo tipo di evoluzione verso una struttura sostanzialmente oligopolistica che fa prezzi e quantità, fa mercato come si suol dire. Come avviene in tutte le industrie, anche in quelle di servizi, anche in quella del rating, a questo tipo di fenomenologia si accompagnano altre caratteristiche. Da una parte si crea un prodotto omogeneo, distribuibile, vendibile, accettabile, riconoscibile su larga scala, scala geografica e scala settoriale. Dall'altra però, proprio per sfruttare la posizione di forza e creare margine, si cerca di attivare il fattore di scala. Il fattore di scala di per sé non è buono né cattivo, solo che, appunto, attraverso l'omogeneizzazione del prodotto e l'incremento della produttività, si genera da una parte crescita di prezzi e di margine, dall'altra una diminuzione tendenziale della qualità. Si riduce il livello della competizione. E' il modo naturale di evolvere di tutti i mercati e lo è anche nell'industria del rating. E dico lo è al tempo presente, non lo era o lo sarà. Lo è oggi.

Chi come me avesse avuto l'opportunità di viaggiare nell'ultimo anno e mezzo in tutta l'Europa e incontrare circa 200 interlocutori istituzionali, regolamentatori, associazioni, utilizzatori del rating lato buy e utilizzatori del rating lato sell (cioè la domanda e l'offerta del rating) avrebbe avuto una risposta monotona alla domanda sull'utilità del rating: costa troppo, non dà valore, non c'è corrispondenza fra il costo pagato e il valore informativo ottenuto in cambio...



INTERVENTO: Pensavo lo dicessero solo agli avvocati!

Marco Cecchi De' Rossi
Ined, Dagong Europe Credit Rating

Potremmo parlare anche degli avvocati perché non sono estranei dall'affermarsi di questo tipo di condizioni competitive. Contribuiscono....

Vorrei aggiungere, però, che non solo è diffusa questa generale lamentela peraltro tipica del compratore o utilizzatore di un prodotto offerto in monopolio, ma anche che questa preoccupazione è particolarmente rilevante, perché qui parliamo di informazione ai mercati, informazione che poi influenza la sfera politica, quindi ancora più nevralgica.

Va riconosciuto che ci sono state reazioni dal lato della regolamentazione.

Ma la regolamentazione del mercato quando normalmente interviene? Nel momento in cui si verifica l'evento catastrofico. Lo ricordava il professor Cammarano facendo un paio di esempi ben noti. Io li definirei incidenti di percorso: qualsiasi industria, compresa quella della gestione dei patrimoni, le banche o i costruttori di automobili, incorre in incidenti di percorso. In ogni caso sono tali eventi a scatenare le reazioni pubbliche e a generare iniziative tendenti a contrastare gli eccessi del monopolio.

Dal lato della domanda e dell'offerta di rating invece ad oggi e, credo io, a breve termine, non si intravedono grandi cambiamenti.

Dal lato invece dell'utilizzatore e degli stakeholders, quindi anche dei legislatori e dei regolatori, ci sono state almeno tre ondate di reazioni. La prima è caratteristica di tutti i monopoli, è la proposta di autoregolamentazione. Nell'industria del rating c'è stata una fase durata alcuni anni, che ha portato a un codice di comportamento a livello globale incoraggiata dall'associazione dei regolatori, lo IOSCO. Non è stata sufficiente perché proprio durante questo periodo di applicazione dell'autoregolamentazione si sono verificati incidenti di percorso che hanno indotto a reagire i legislatori, non solo in Europa e negli Stati Uniti ma anche nella Repubblica Popolare Cinese. I legislatori o gli organi decisionali di queste grandi aree economiche hanno deciso di imporre delle regole più strette e cogenti. Si è verificato il passaggio dall'autoregolamentazione alla regolamentazione diretta e precisa, con gradi di dettaglio diversi tra area e area, ma molto simili sicuramente tra Unione Europea e Stati Uniti. Siamo arrivati alla situazione odierna sulla quale vorrei fare alcune commenti, per poi tacermi e aspettare caso eventuali reazioni.

A cosa serve la regolamentazione dei mercati? Questa è la questione di fondo. Dovrebbe servire a migliorare le condizioni della competizione che in qualsiasi settore, dopo un certo periodo, tendono a degenerare in situazioni di tipo monopolistico. Pensate al settore finanziario, alle istituzioni finanziarie too big to fail. Dall'altra parte ci sono gli operatori che investono, altrettanto too big to fail, sia pubblici che privati; ci sono anche alcune agenzie di rating too big to fail. A cosa serve quindi la regolamentazione? A ingessare le strutture dell'offerta o della domanda creando ulteriori bandiere all'entrata? Oppure ad attaccare i fattori di evoluzione della competizione che hanno portato a tale situazione?

Essendo frequentatore dell'Adam Smith Society da tempo e avendo studiato un po' di economia dei classici, credo che dovrebbe servire al secondo scopo. La regolamentazione e i regolamentatori dovrebbero attaccare i fattori di ingessatura, conoscere gli snodi in cui si generano queste ingessature dei settori danneggiano alla maggioranza dei partecipanti al mercato a beneficio di pochissimi.

Nel caso delle agenzie di rating i primi nodi che, sulla base della mia esperienza, dovrebbero essere sciolti sono i seguenti. Uno, il problema della scala. Le agenzie di rating, qui ritorno al parallelo con il settore dell'offerta dei servizi finanziarie e bancari e anche di gestione di patrimoni, sono divenute troppo grandi. La causa è la spinta alla creazione di margini di profitto che privilegia la produttività, numero di rating per analisti per le agenzie, a scapito del valore, informativo del servizio offerto nel caso delle agenzie di rating. Quindi l'obiettivo dovrebbe essere di "spezzettare", scorporare gli incumbent in diversi, più piccoli e gestibili enti che diano agli utenti prodotti e servizi ad alto valore informativo.

L'altro grande problema è l'omogeneizzazione del prodotto. Non mi riferisco alla scala di rating uguale per tutti, che è invece un grande successo sul piano della semplificazione e dell'immediatezza nella trasmissione dell'informazione, ma al paradigma che la ispira. Quando abbiamo un settore in cui i tre incumbents dicono e fanno esattamente la stessa azione, al massimo con la differenza di qualche ora, non si genera valore informativo per il mercato. Potrebbe bastare un rating. Per di più se questo paradigma è generato e riflette



un'allocazione delle risorse finanziarie nette a prevalenza "occidentale" non più esistente. Ricordo che non esiste industria del rating se non in presenza di un'industria del risparmio e di un'industria delle banche in quanto gestrici di risparmio.

Dov'è l'industria del risparmio oggi? Prevalentemente negli Stati Uniti con appendici in UK (cioè Londra e la sua "corona" di basi fiscali).

Dove ha potenziale in tempi medi? In Europa (parlo di eurozona).

Dove invece c'è già, ma in fase di trasformazione, e, in termini di net financial assets è più forte? Nella Repubblica Popolare Cinese, con Hong Kong e Singapore a corona.

Se questo è il maggior potenziale dell'industria della gestione risparmio, dal lato dell'industria del rating invece c'è un polo solo. Il polo americano USA, non americano in generale. Niente di male! Solo che è ridondante nel senso che produce informazione su scala molto grande e continua, ma di scarso valore informativo: riflette un paradigma unico. Oggi nel mondo reale, invece, di paradigmi ce ne sono perlomeno due e mezzo se non tre. Dove sono gli altri attori dell'industria del rating che li riflettano? Non ci sono. Ancora.

I legislatori dovrebbero indicare ai regolatori di favorire la nascita nell'industria di poli che riflettano punti di vista diversi. Questa azione potrebbe portare con sé anche la riduzione delle scala operativa degli incumbent.

Infine, un paio di considerazioni in breve che lascio al dibattito e alle domande del pubblico e degli altri relatori, naturalmente.

Due argomenti: business models e uso regolamentare dei rating.

Partendo dal secondo, l'uso regolamentare del rating, che vuol dire incorporare i rating prodotti dalle agenzie, attori del mercato, nati nel mercato per il mercato, dentro le regole di funzionamento di altri attori privati, l'industria del risparmio, banche, regolatori - è di per sé straordinariamente positivo. Qual è quindi il problema eventualmente? Che questo è positivo in tanto in quanto ciascuna di queste entità, chi vende, chi compra e chi regola, è in grado di produrre un suo giudizio autonomo. Se invece è dipendente, incapace di un giudizio critico, semplicemente si sposta il potere decisionale fuori dalle loro sedi verso attori esterni e terzi, come le agenzie.

Due. Business model. Lo confermo oggi avendolo dichiarato dal 2007: è un non-problema. Il problema non è chi paga chi, ma l'assenza di trasparenza del modello e il controllo dei conflitti d'interesse. I potenziali conflitti d'interesse esistono in tutti i modelli e in tutte le combinazioni di tutti i modelli. E' inutile continuare a discuterne. Il problema è che occorre sapere come si genera il contratto, come viene gestito e qual è il valore del servizio per cui il contratto viene fatto. Grazie.

Alessandro De Nicola

Presidente, Adam Smith Society

Bene, mi sembra che siano stati lanciati almeno tre o quattro temi di discussione notevoli. Adesso vediamo un po' la visuale evolutiva, cioè l'evoluzione della regolamentazione e cerchiamo un po' di capire se l'evoluzione della regolamentazione tenga conto anche di quanto è stato appena detto dal punto di vista del mercato, oppure se sia concentrata sulla cura di alcuni problemi che sono quelli emersi più recentemente. Quindi darei la parola al dottor Santella che ringraziamo ancora per essere qui con noi.

Paolo Santella

Team Leader for Credit Rating Policy, ESMA - European Securities and Markets Authority

Buonasera a tutti. Sono molto felice di essere qui questo pomeriggio ad illustrare il ruolo dell'Esma nella supervisione delle società di *rating*. Permettetemi di iniziare con una breve presentazione personale. Prima di arrivare all'Esma nel 2011 sono stato per quindici anni funzionario alla Banca d'Italia. Durante questo periodo tra le altre cose ho avuto diverse esperienze internazionali come esperto nazionale presso l'OCSE, la Commissione Europea e da ultimo presso la Rappresentanza permanente italiana presso l'Unione Europea come addetto finanziario. In quest'ultima veste ho negoziato per conto della delegazione italiana una parte della legislazione finanziaria europea adottata per rispondere alla crisi del 2007-2008. La mia posizione all'interno dell'unità di credit rating è *team leader for policy*, che in italiano potremmo tradurre responsabile per la normativa di vigilanza.

La prima slide che vorrei illustrare riguarda l'Esma in generale. Il punto sul quale vorrei attirare la vostra attenzione è la caratteristica dell'Esma di essere un'agenzia della



Commissione europea, e allo stesso tempo di essere un'autorità indipendente. L'Esma condivide questa specificità con le altre due autorità finanziarie europee, l'EBA, l'autorità bancaria europea, e l'Eiopa, l'autorità europea competente per le assicurazioni.

Quanto ai compiti dell'ESMA, vorrei ricordare in primo luogo il nostro ruolo di regolamentatore europeo. L'Esma ha il mandato di contribuire al cosiddetto *single rulebook*, vale a dire all'insieme di normativa primaria e secondaria volto ad allineare più strettamente le legislazioni nazionali in Europa e i comportamenti dei supervisori nazionali. Come noto, il *single rulebook* è stata una delle principali raccomandazioni del rapporto de Larosière del febbraio 2009. Il rapporto aveva individuato tra le origini della crisi per l'Europa un non sufficiente grado di allineamento tra le normative nazionali e i comportamenti delle autorità di supervisione.

Un altro aspetto generale dell'attività dell'Esma è la promozione della convergenza tra le pratiche di supervisione nazionali.

Altro aspetto della nostra attività riguarda contribuire a rafforzare la stabilità dei mercati finanziari europei, compito che l'Esma svolge in cooperazione con le altre istituzioni e autorità europee e nazionali. Infine, il mandato dell'Esma comprende anche la protezione degli investitori, compito per il quale il regolamento istitutivo dell'Esma prevede una serie di poteri specifici.

Per quanto riguarda invece le società di *rating* - e ora anche le cosiddette *Trade Repositories*, l'Esma è il supervisore unico europeo, il che significa che le autorità nazionali non hanno poteri di supervisione sulle società di *rating*. Questi compiti di supervisione sono svolti dall'Esma sulla base di un dovere di responsabilità nei confronti del Parlamento Europeo e del Consiglio.

La legislazione europea attribuisce all'Esma un'ampia gamma di competenze riguardo i mercati e gli intermediari finanziari. Tali competenze sono svolte dall'ESMA con un organico al momento inferiore alle 200 unità.

Per quanto riguarda la supervisione sulle società di *rating* che svolgiamo, come ho detto, in via diretta ed esclusiva nell'Unione Europea, la disciplina risale al 2009 quando il Parlamento europeo e il Consiglio adottarono il regolamento europeo che ha introdotto - come ha appena ricordato il dott. Cecchi de' Rossi - la supervisione per le società di *rating*. Si è trattato di una decisione che ha tenuto conto anche delle analoghe iniziative legislative adottate negli Stati Uniti e più in generale del dibattito in corso a livello globale sulle misure necessarie per rispondere alle carenze evidenziate nel corso della crisi finanziaria. Bisogna poi considerare che le maggiori società di *rating* sono delle multinazionali operanti a livello globale.

Nel 2010 il regolamento è stato emendato una prima volta con l'attribuzione, tra l'altro, della supervisione sulle società di *rating* all'Esma, la cui istituzione veniva decisa in parallelo dal legislatore europeo insieme a quella dell'Eba e dell'Eiopa. Nel 2013 il regolamento europeo sulle società di *rating* è stato emendato una seconda volta con l'attribuzione all'ESMA di nuovi compiti riguardo alla supervisione delle società di *rating*, in particolare con riferimento ai *rating* sovrani e ai *rating* sugli strumenti di finanza strutturata.

Un altro aspetto sul quale vorrei indirizzare la vostra attenzione riguarda le competenze dell'Esma circa l'attività delle società di *rating*. Qui si possono trovare anche analogie rispetto alla supervisione bancaria e finanziaria. Il punto fondamentale è che il regolamento non consente all'Esma di interferire nel merito delle valutazioni espresse dalle società rispetto a un certo emittente e agli strumenti finanziari emessi. Il compito dell'Esma è quello di verificare che il procedimento che porta all'adozione di un *rating* rispetti i criteri individuati nel regolamento, e in particolare sia libero da conflitti di interesse.

Per dare un'idea completa del nostro impegno quotidiano, l'Esma è anche responsabile per la registrazione delle società di *rating* in Europa, in esito ad una dettagliata istruttoria volta a verificare che la società candidata presenti tutti i requisiti organizzativi richiesti dal regolamento.

La nostra attività di supervisione sulle società di *rating* è il risultato di un approccio detto *risk based*, che tiene conto della limitazione delle risorse a disposizione dell'Esma rispetto a quelle dei supervisor nazionali nell'Unione. Ogni anno il Board of Supervisors dell'Esma adotta un documento programmatico che illustra l'attività di supervisione per l'anno successivo. Le scelte effettuate in tale documento sono il risultato di una valutazione circa il massimo risultato atteso dall'attività di supervisione nel corso dell'anno successivo sulla base delle risorse disponibili.

Il Board of Supervisors, l'organo direttivo dell'Esma, è formato dai presidenti delle 28 Autorità nazionali di supervisione sui mercati finanziari. Ciascuno dei membri siede nel *Board*



dell'Esma a titolo personale, con il mandato di perseguire l'interesse esclusivo dell'Unione. L'unità di supervisione sulle società di *rating* pone in essere nel corso dell'anno successivo quanto disposto nel piano di supervisione. Nei casi in cui vengano rilevati elementi che potenzialmente indichino una violazione del regolamento, l'unità sottopone ad un funzionario dell'Esma estraneo alle indagini tutti gli elementi raccolti. Questo funzionario svolge a sua volta una seconda istruttoria in via del tutto indipendente dalla prima, al termine della quale, qualora anche questa seconda istruttoria ne ravvisi i presupposti, viene sottoposta all'approvazione del *Board* dell'Esma una proposta sanzionatoria. Il Board ha il potere di adottare la proposta, di modificarla oppure di respingerla.

Per quanto riguarda invece la produzione di normativa secondaria, l'Esma ha il compito di sottoporre all'approvazione della Commissione europea degli *standard* tecnici sulla base di una delega contenuta nella legislazione primaria europea. L'Esma ha poi il potere di adottare linee-guida per chiarire i contenuti del regolamento sulle società di *rating*. L'Esma adotta inoltre delle cosiddette *Questions and Answers*, uno strumento più agile per rispondere a delle richieste di chiarimento di portata più circoscritta.

Adottiamo poi decisioni di avallo (*endorsement*) per permettere l'utilizzo a fini regolamentari nell'Unione di *rating* emessi in paesi terzi. Allo stesso scopo l'Esma sottopone alla Commissione europea dei pareri tecnici circa l'equivalenza degli ordinamenti dei paesi terzi con i principi fondamentali fissati dal regolamento europeo sulle società di *rating*.

La nostra attività di *policy* include anche la cooperazione con i supervisori dei paesi terzi, sia nell'ambito della Commissione 6 dello Iosco, sia su base bilaterale.

Infine la nostra unità di *rating* è responsabile per una serie di archivi informatici che al momento consistono in un *database* pubblico di informazione statistica sui *rating* (Cerep) e di un archivio interno che utilizziamo in supporto alla nostra attività di supervisione. A questo riguardo stiamo lavorando, sulla base della delega che abbiamo ricevuto nel regolamento del 2013, a una nuova più completa piattaforma di trasparenza, grazie alla quale pubblicheremo ogni giorno informazioni su ogni singolo *rating* emesso nelle 24 ore precedenti da parte di ognuna delle società di *rating* registrate in Europa. Il regolamento inoltre ha incaricato l'Esma di predisporre un altro archivio pubblico contenente informazioni sulle attività finanziarie sottostanti agli strumenti di finanza strutturata.

Al momento (giugno 2014) 23 società di *rating* sono registrate presso l'Esma con licenza ad operare nell'Unione. Alcune - Fitch, Moody's, Standard & Poor's - sono stabilite in Europa attraverso più entità legali, quindi in totale abbiamo 36 soggetti registrati.

Abbiamo poi due società certificate, le quali possono emettere *rating* che possono essere utilizzati a fini regolamentari nell'Unione, senza l'obbligo di avere una sede in Europa.

L'Esma sta poi esaminando diverse richieste di registrazione e certificazione, altra attività che assorbe una parte significativa delle nostre risorse.

Visto il tempo disponibile concludo queste mie brevi considerazioni introduttive menzionando che al momento dell'entrata in vigore del secondo emendamento al regolamento sulle società di *rating*, nel giugno 2013, avevamo adottato una prima serie di *standard* tecnici per i quali avevamo ricevuto il mandato nel primo emendamento al regolamento. Avevamo inoltre adottato delle linee guida sull'ambito di applicazione del regolamento e avevamo fornito il nostro contributo alla Commissione, al Consiglio e al Parlamento nel corso del negoziato del regolamento del 2013, cosiddetto CRA3.

Il regolamento CRA3 richiede, tra l'altro, che l'Esma pubblichi ogni anno le quote di mercato delle società di *rating* registrate presso di noi, cosa che abbiamo fatto per la prima volta a fine 2013, e di riesaminare entro il 2018 tutti gli accordi di cooperazione che abbiamo conclusi con le Autorità dei paesi terzi.

CRA3 ha poi introdotto una serie di previsioni specifiche sulle quali sarò lieto di intervenire nella seconda parte di questo incontro. Grazie.

Alessandro De Nicola
Presidente, Adam Smith Society

Grazie mille. Da un regolatore all'altro direi, passerei la parola al dott. Susi della Consob che ci dirà che cosa la Consob ha fatto sui processi di registrazione di queste società di *rating* anche dal punto di vista dell'aspetto evolutivo della normativa.



Neomisio Susi

Responsabile, Ufficio Giudizi di Rating e Raccomandazioni di Investimento, Consob

Grazie e buon pomeriggio. Ringrazio per l'invito gli organizzatori dell'incontro, l'Adam Smith Society e Arca SGR.

Io non parlerò ulteriormente degli aspetti legati alla struttura della vigilanza e della regolamentazione, che sono stati esposti da Paolo Santella e saranno ulteriormente approfonditi dopo. Mi sembra utile, però, visto anche il tema del convegno, in primo luogo dare un quadro di ciò che ha fatto e fa attualmente la Consob per quanto riguarda l'ambito delle agenzie di *rating* e dei relativi giudizi, anche perché credo che tale aspetto sia strettamente connesso ad alcune evoluzioni che la regolamentazione ha avuto e continua ad avere.

Al riguardo, la Consob, come è stato evidenziato anche prima, ha partecipato - insieme con le altre Autorità di vigilanza europee - all'esame delle domande di registrazione delle agenzie di *rating*, ma in realtà essa ha cominciato ad occuparsi in maniera piuttosto intensiva di agenzie di *rating* già prima, quando il settore non era ancora regolamentato. Infatti, nel maggio 2010, in occasione della diffusione di un *Report* sul settore bancario europeo da parte di una delle maggiori agenzie di *rating*, che aveva avuto un impatto molto forte sui mercati, la Consob, oltre ad esaminare una serie di aspetti legati appunto all'impatto sul mercato dei titoli coinvolti, intervenne, in un'ottica di *moral suasion*, invitando le tre maggiori agenzie di *rating* a pubblicare, ove possibile - quindi nei casi non caratterizzati da profili di estrema urgenza - i propri *report* dopo la chiusura dei mercati.

Questo aspetto, che in quel momento venne rappresentato appunto in un'ottica di *moral suasion*, il cui obiettivo era la riduzione della volatilità dei mercati, è stato poi oggetto di successive discussioni, a livello di Commissione, Consiglio e Parlamento europei, ed è infine divenuto, con l'ultima revisione del Regolamento europeo avvenuta nel 2013, una vera e propria norma cogente, inserita all'interno dello stesso, con riferimento ai rating sul debito sovrano.

Questo mi piace evidenziarlo perché in realtà uno degli aspetti di cui ci siamo resi conto, a livello di attività di vigilanza e di regolamentazione, è che, appunto, l'analisi "sul campo", soprattutto nel caso di una regolamentazione giovane come quella sulle agenzie di *rating*, è molto importante per individuare i profili che sono suscettibili di miglioramento e di *fine tuning*.

La Consob ha poi partecipato, a partire dal settembre 2010, al processo di registrazione delle agenzie di *rating* in ambito europeo, poiché, come accennava prima il dott. Santella, la versione originaria del Regolamento (CE) n. 1060/2009 prevedeva la competenza delle Autorità nazionali con riguardo alla registrazione e alla vigilanza sulle agenzie di *rating*. Quindi il processo di registrazione delle agenzie che presentarono domanda nel 2010 venne svolto dalle Autorità competenti nazionali che, per quanto riguarda le maggiori agenzie, caratterizzate da una struttura di gruppo, gestirono questo processo tramite quelli che vennero chiamati "collegi di vigilanza", formati da varie Autorità nazionali, che decidevano all'unanimità. Ciò avvenne anche in quanto il Regolamento europeo, come modificato nel 2011, prevedeva delle norme transitorie che stabilivano che, anche se l'attività di registrazione e di vigilanza era affidata all'ESMA a partire dal luglio del 2011, tuttavia per le domande di registrazione già presentate ed in corso di esame il processo sarebbe stato completato dalle Autorità competenti nazionali, inclusa la decisione finale. Quindi, dopo una fase di *assessment* piuttosto lunga, vista anche la sua complessità, le Autorità competenti nazionali si pronunciarono contestualmente per la registrazione delle quattro maggiori agenzie di *rating*, Standard & Poor's, Moody's, Fitch e DBRS, a fine ottobre del 2011.

La Consob si è anche occupata della registrazione di due agenzie a carattere locale, nel senso che operano esclusivamente o prevalentemente in Italia, che sono Crif e Cerved Group, che furono poi registrate, Crif di lì a poco, nel corso del 2011, e Cerved Group l'anno successivo.

Contestualmente la Consob ha svolto anche un'attività di vigilanza avente ad oggetto profili differenti da quelli di cui si parlava prima, e cioè in merito a possibili ipotesi di abusi di mercato. Sotto questo aspetto, infatti, la diffusione dei giudizi di *rating*, così come quella delle altre informazioni presenti sul mercato, rimane di pertinenza delle Autorità competenti nazionali, per quanto concerne i profili relativi alla trasparenza e correttezza delle informazioni *price sensitive*, ovvero quelli riferiti ad ipotesi di abusi di mercato. A questo riguardo, quindi, qualora ad esempio si verificasse la diffusione di informazioni false o fuorvianti collegate a un giudizio di *rating* oppure, come è avvenuto in alcuni casi, la



diffusione di *rumor* in merito a un rating non ancora pubblicato, che possano far presupporre che questa informativa fosse già nota, la Consob, così come le altre Autorità nazionali, sulla base dell'ambito territoriale di riferimento, è competente ad indagare su tali aspetti. Quindi il tipo di attività svolta dalla Consob, quando la vigilanza sulle agenzie di rating non era ancora europea, e che continua ad essere in parte svolta anche adesso, riguarda gli aspetti da me prima descritti.

Questo è, molto sinteticamente, il quadro "storico" dell'attività svolta dalla Consob sulle agenzie di rating.

Quali sono le modalità dell'azione svolta attualmente dalla Consob in merito ai vari profili riguardanti le agenzie di rating? Paolo Santella ricordava prima che da un lato l'attività di supervisione è un'attività che in questo momento compete all'ESMA, dall'altro vi sono una serie di ambiti di cooperazione - tra ESMA ed Autorità competenti nazionali - che riguardano aspetti sia regolamentari, sia legati a profili di vigilanza. Sotto il profilo regolamentare, la Consob partecipa ai gruppi internazionali, in ambito ESMA, che contribuiscono a delineare le norme attuative di livello due e di livello tre, rispetto al Regolamento europeo. La Consob ovviamente partecipa anche al processo decisionale relativo alle varie delibere adottate dal *Board* dell'ESMA in materia di agenzie di rating: a questo riguardo, le strutture operative svolgono un'attività di *reporting* nei confronti del Presidente della Consob, che partecipa al suddetto *Board*, al fine di determinare un processo decisionale quanto più informato ed approfondito possibile.

Per dare anche un cenno veloce sulle modalità con cui in questo momento viene svolta, da parte della Consob, l'attività di monitoraggio e di vigilanza sui giudizi di rating, specifico che nell'ambito della Divisione Mercati, in cui appunto è collocato l'ufficio di cui sono responsabile, la diffusione dei *rating*, così come altre informazioni presenti sul mercato, vengono esaminate congiuntamente con altri indicatori di mercato. Quindi, se in corrispondenza della diffusione di un *rating* vi sono altre notizie riguardanti un emittente quotato, quali un comunicato stampa, dei *rumor*, oppure si verifica l'andamento anomalo di un titolo, noi procediamo ad approfondire ed esaminare con maggiore attenzione questo tipo di diffusione. Tale attività di vigilanza può riguardare, come accennavo prima, profili di informativa *price sensitive*, nel caso in cui vi siano, per esempio, delle forti incoerenze tra le informazioni contenute all'interno di un giudizio di rating e ciò che viene comunicato dall'emittente, il che può implicare un intervento sull'emittente stesso, quale una richiesta di informazioni o di chiarimenti dell'informativa fornita al pubblico. Qualora dovessimo invece riscontrare profili di possibili abusi di mercato, anche tali aspetti andranno ovviamente approfonditi.

Se da tale attività di vigilanza emergono, invece, profili di possibile violazione del Regolamento europeo in materia di agenzie di rating, essi vengono tempestivamente segnalati all'attenzione dell'ESMA, come peraltro prevede espressamente un articolo del Regolamento, l'art. 31, che introduce al riguardo un potere/dovere per le Autorità competenti nazionali, le quali, qualora individuino casi di questo tipo, devono segnalarli all'ESMA nel modo più dettagliato possibile. E' inoltre prevista una maggiore scala di gravità della segnalazione, nel caso in cui la possibile violazione rilevata contenesse profili di possibile pregiudizio verso gli investitori e la stabilità dei mercati, ed essa fosse particolarmente grave e reiterata; in tali casi, infatti, l'Autorità competente nazionale potrebbe anche segnalare all'ESMA - che poi prende la relativa decisione in piena autonomia ed informa al riguardo l'Autorità nazionale segnalante - l'esigenza di sospendere l'utilizzo in Europa dei rating emessi da quell'agenzia.

Infine, ciò che vorrei evidenziare è che il Regolamento europeo in materia di agenzie di rating è un regolamento "giovane", ma è stato già oggetto di due revisioni. Con la seconda revisione, in vigore dal giugno 2013, sono stati introdotti vari aspetti di novità, con nuove competenze sia per l'ESMA che per le Autorità nazionali. Infatti le Autorità settoriali nazionali, quindi in Italia non solo la Consob, ma anche la Banca d'Italia, l'IVASS e la Covip, ciascuna per i propri profili di competenza, hanno il compito di vigilare sull'utilizzo dei *rating* per scopi regolamentari, quindi in questo caso l'attività di vigilanza non riguarda le agenzie di rating, ma i soggetti utilizzatori degli stessi, cioè le varie categorie di intermediari, *asset manager* ecc. A questo riguardo, una specifica norma introdotta appunto nel 2013 ha attribuito alle Autorità settoriali nazionali anche il compito di vigilare sulla riduzione della cosiddetta *over reliance* (cioè dell'eccessivo affidamento) sui giudizi di rating, con l'obiettivo cioè della riduzione dell'affidamento esclusivo o meccanico agli stessi; in questo primo *round* d'intervento, accennerei solo a quest'aspetto, che però, qualora sia un punto d'interesse, potrà essere approfondito ulteriormente dopo. Inoltre, le nuove norme introdotte nel 2013



hanno previsto la competenza delle Autorità settoriali nazionali anche in merito alla vigilanza sugli obblighi di *disclosure*, introdotti per gli emittenti, gli *originator* e gli *sponsor*, con riguardo alle operazioni relative ai prodotti di finanza strutturata.

Un ultimo punto, che vorrei appena toccare, riguarda il collegamento tra l'attività di monitoraggio e di vigilanza che viene svolta e la regolamentazione. A questo proposito, noi come Consob ci siamo resi conto, via via che questo tipo di attività andava avanti, che alcuni aspetti della regolamentazione erano suscettibili di miglioramento, di *fine tuning*, quali l'obbligo, da me prima citato, di diffusione dei rating a mercati chiusi. Un altro aspetto molto importante di cui ci rendemmo conto, insieme alle altre Autorità nazionali, nello svolgimento della fase di registrazione delle agenzie di *rating*, riguardava l'opportunità di equiparare gli obblighi di *disclosure* relativi ai cd. *rating outlook* o *credit watch* a quelli relativi ai cambiamenti di *rating* veri e propri, cosa che in quel momento non era sempre chiara nell'ambito delle procedure di tutte le agenzie. Anche tale aspetto è stato introdotto all'interno della regolamentazione nel corso del 2013.

Ulteriori profili di criticità sono stati rilevati da alcune recenti analisi che abbiamo svolto, con riferimento alla cosiddetta comunicazione preventiva tra emittenti e agenzie di *rating*, relativa agli elementi rilevanti alla base del rating, prima che quest'ultimo venga pubblicato. Su questo aspetto, così come su quello relativo alla consultazione pubblica introdotta a livello regolamentare per le metodologie di *rating*, abbiamo avuto un'ampia discussione anche con Assonime, altre associazioni di Categoria e vari emittenti quotati, in quanto si tratta di profili piuttosto importanti.

Quindi, da un lato regolamentazione giovane significa che, via via che si va avanti, si rilevano aspetti che potrebbero essere migliorati o soggetti a *fine tuning*; dall'altro, il rischio di *overreaction* regolamentare è sempre dietro l'angolo, nel senso che abbiamo visto, anche dall'esperienza della revisione del Regolamento del 2013, che si tende a volte a voler introdurre anche aspetti, di cui parlerò meglio successivamente, che non appaiono tutti collegati a profili di efficiente ed efficace regolamentazione. Tali innovazioni sembrano infatti perseguire l'obiettivo, di per sé giusto o meno, di prevedere norme maggiormente stringenti nei confronti delle agenzie di *rating*, ma rischiano, a volte, di introdurre previsioni che possono risultare troppo invasive, o non sufficientemente giustificate da aspetti di efficacia della vigilanza, generando appunto una *overreaction*. Ciò a più forte ragione in un contesto in cui il Regolamento, introdotto nel 2009, è stato modificato una prima volta nel 2011 e una seconda nel 2013, e quindi probabilmente ci si dovrebbe prendere un po' più di tempo per "metterlo alla prova" e per valutarne l'efficacia. Grazie.

Alessandro De Nicola
Presidente, Adam Smith Society

Grazie mille. Abbiamo affrontato finora il problema della regolamentazione prevalentemente in un'ottica ex ante e naturalmente anche di vigilanza per quello che riguarda le due Autorità. Però si è formato nel frattempo già un certo corpus giurisprudenziale relativo alle società di *rating*; che è bene sapere, perché la regolamentazione ha la sua importanza, ma poi quello che decidono i giudici è quello che poi è il diritto vivente. Può piacere o non piacere, ma è bene conoscerlo, quindi ringraziando molto la dott.ssa per essere intervenuta al nostro convegno, le do molto volentieri la parola.

Daniela Morgante
Magistrato, Corte dei Conti

Innanzitutto sono io che ringrazio voi per questa occasione di confronto e credo che dovranno essercene molte altre perché questa materia della responsabilità delle agenzie di *rating*, anche per noi giudici è, se vogliamo, una materia abbastanza nuova. Di casistica al momento non ce n'è molta, peraltro è casistica, almeno qui in Italia, ancora prettamente di tipo accusatorio. Cioè non abbiamo ancora le sentenze. Abbiamo le ipotesi di reato, ovvero di danno erariale ipotizzate dalle procure sia penale che contabile, in particolare la Procura della Repubblica di Trani e la Procura Lazio della Corte dei Conti.

Prima ho esordito dicendo che credo che di confronti dovremmo averne già tanti e lo ribadisco anzitutto per stabilire una metodologia. Ciò in quanto fondamentalmente a fronte di ipotesi di reato o ipotesi di danno erariale - che da un punto di vista teorico sono assolutamente percorribili oltre che affascinanti da un punto di vista concettuale - poi



ovviamente nelle Corti giudiziarie il problema fondamentale ruota attorno alla prova, quindi comunque occorre provare che ci sono state innanzitutto delle violazioni. E per provare che ci sono state delle violazioni occorre avere dei parametri comportamentali certi. Quindi un punto fondamentale e probabilmente qui ancora credo che le stesse Autorità di regolazione si stiano interrogando al fine di definire delle metodologie, probabilmente è proprio quello di stabilire le metodologie di *rating*. Quindi avere delle linee-guida, dei codici di condotta, delle metodologie riconosciute, ma - parlo dal lato dei giudici - riconosciute in una qualche maniera con un avallo pubblico, perché poi chiaramente da un punto di vista metodologico la stima - stiamo sempre parlando di stime, di metodologie - nelle aule giudiziarie quando poi si chiamano i consulenti tecnici molto spesso ci si rende conto che sono valide, sono possibili tante metodologie, tante strade e dunque a quel punto, da un punto di vista di responsabilità, se non è possibile identificare un vero e proprio errore metodologico, un giudizio di responsabilità non si può formulare perché è chiaro che se c'è un metodo che comunque spiega un comportamento, che rende ragione di un comportamento, non c'è quell'errore necessario per poter pervenire a condanna. Magari c'è un qualcosa che è stato fatto più o meno bene, ma per poter condannare qualcuno in un'aula giudiziaria abbiamo bisogno di un vero e proprio errore.

Quali sono fondamentalmente le ipotesi di reato/di danno erariale che sono venute all'attenzione delle Procure? Quella della Procura di Trani, che è molto simile in verità a quella che è venuta all'attenzione della Procura Lazio della Corte dei Conti, vedremo che sono due risvolti di una stessa medaglia.

Qui voglio sottolineare che almeno in Italia non è venuta tanto in questione un'ipotesi di danno all'investitore, ma di danno all'emittente, perché fondamentalmente il *rating* può danneggiare due categorie di soggetti: o l'emittente, ad esempio se c'è un *downgrade* ingiustificato, che è l'ipotesi della Procura di Trani e della Procura Lazio della Corte dei Conti, a fronte dei titoli emessi dall'Italia, ovvero a l'investitore se ricorre invece l'ipotesi di un *downgrade* tardivo del *rating*. Vedasi i casi Cirio, Parmalat, vedasi i casi Tango Bond, per esempio, che però in Italia in effetti non hanno visto imputate, indagate o citate in giudizio agenzie di *rating*, quanto piuttosto banche e intermediari.

Gli unici casi che abbiamo di giudizi proprio contro agenzie di *rating* a tutela dell'investitore, quindi per il danno cagionato dall'intempestivo *downgrade* oppure dal rilascio di un *rating* troppo elevato, li abbiamo in Australia e li abbiamo in Argentina, a tutela dell'investitore. Invece in Italia fondamentalmente le Procure si sono occupate del "caso Italia", cioè del repentino e significativo declassamento dell'Italia dalla tripla A alla BBB+ che si è avuto nel 2012.

Fondamentalmente la Procura di Trani si è interrogata su un'ipotesi di abuso di mercato e di manipolazione del mercato attraverso il rilascio di informazioni *price sensitive* a mercati aperti e prima del *downgrade* ufficiale. In buona sostanza, l'ipotesi di reato riguarda il fatto che già una decina di giorni prima del *downgrade* ufficiale dall'agenzia Fitch erano cominciati a trapelare rumors di *downgrade*, ovviamente in modo "selettivo" e dunque atto a "falsare" il mercato, perché quando una notizia trapela in modo selettivo - quindi alcuni la sanno, altri non la sanno, alcuni la sanno prima, altri la sanno dopo - ovviamente si generano quelle disparità, quelle asimmetrie informative nel mercato che poi sono alla base di guadagni o perdite "ingiuste".

Poi l'altro aspetto è quello della manipolazione. E qui ovviamente veniamo al problema del conflitto d'interessi, che è stato già giustamente e ampiamente richiamato. Qui, dal lato giudiziario, voglio sottolineare che dobbiamo individuare anzitutto un conflitto d'interessi di carattere istituzionale, dato dalle partecipazioni societarie, *interlocking directories* e quant'altro, e qui abbiamo visto che il regolamento, sia nel 2009, sia con le ultime modifiche, pare essere giustamente sempre più attento a queste ipotesi proprio di conflitto d'interessi istituzionalizzato.

In una qualche maniera forse il conflitto d'interessi istituzionalizzato, se vogliamo, da un lato di una Procura, è quello che preoccupa di meno, perché è quello rilevabile per tabulas, cioè io lo vedo dalle carte, in quanto chiaramente Tizio partecipa, supera una determinata soglia, ha nominato l'amministratore, ha un legame con l'intermediario, in una qualche maniera riesco a dire proprio dalle carte che Tizio non è indipendente.

A tale forma più immediatamente intellegibile di conflitto si affianca un altro tipo di conflitto d'interessi che è invece molto più complesso da individuare da un punto di vista d'indagine che è il conflitto d'interessi personale, perché poi chiaramente i reati, ovvero gli illeciti contabili, in ultima analisi nascono da comportamenti personali. Quindi magari se al di là dei



rapporti istituzionali c'è un rapporto proprio tra singoli, tra l'analista dell'agenzia di *rating* e, per esempio, il *trader*, che in via personale riesce ad avere delle informazioni privilegiate, questi ovviamente sono tipi di comportamenti, dei singoli, che sono molto più complessi non solo da prevenire, ma anche da identificare *a posteriori*, se non ovviamente a seguito di indagini articolate nelle quali fondamentale è l'aiuto delle Autorità di Vigilanza, proprio per ricostruire i percorsi e le movimentazioni che ci sono state sui mercati e per poterli poi mettere in relazione con i possibili comportamenti dei singoli.

E qui un aspetto fondamentale ce l'ha sicuramente il profilo dei controlli interni, perché chiaramente più sono forti, più sono stringenti i controlli interni più si innalzano i presidi contro eventuali comportamenti distortivi posti in essere dai singoli. E quando parliamo di controlli sul comportamento dei singoli ovviamente la prima ad essere chiamata in causa è l'agenzia di *rating* proprio perché è quella che meglio conosce - o comunque dovrebbe organizzarsi in modo adeguato a tal fine - il proprio personale.

Abbiamo visto peraltro anche l'introduzione di principi come quello della rotazione, quindi una serie di presidi di tipo organizzativo sull'agenzia e assolutamente ben vengano questi strumenti perché non dico che riescono a scongiurare i fenomeni distortivi, perché ovviamente sulle volontà dei singoli è difficile intervenire, però sicuramente riescono a porre dei presidi di identificazione di possibili disfunzioni che possono esserci proprio all'interno delle agenzie stesse.

Un altro aspetto è quello finanziario, cioè la tutela del danno erariale al "sistema Paese".

Abbiamo parlato dell'ipotesi della Procura di Trani, quindi come manipolazione del mercato e divulgazione anticipata di informazioni privilegiate a mercati aperti e abbiamo visto invece che le modifiche al regolamento comunitario blindano questo aspetto della possibile diffusione delle informazioni sul *rating*, imponendo giustamente che esso venga diffuso a mercati chiusi e con un congruo anticipo rispetto all'apertura. Un altro aspetto è quello del possibile danno erariale, quindi il danno alle finanze pubbliche.

Qui sicuramente un ruolo importante lo può svolgere la Corte dei Conti. Perché? Proprio nel suo ruolo istituzionale di tutore del danno illecitamente arrecato alle finanze pubbliche. In proposito, ipotizziamo che l'ipotesi di reato della Procura di Trani e l'ipotesi di danno della Procura Lazio della Corte dei Conti siano fondate - ovviamente lo sapremo solo al termine dei giudizi - ma ipotizziamo che in effetti il *downgrade* dell'Italia sia stato pilotato all'interno fondamentalmente di un'enorme operazione speculativa posta in essere da banche che in effetti movimentano ogni giorno sui mercati cifre molto più ampie dell'intero PIL italiano, quindi è un'ipotesi che può essere non del tutto inverosimile. A questo punto ci si pone il problema: cioè il danno subito dal sistema Paese è un danno finanziario ingente: l'incremento del costo del servizio del debito, l'aggravamento della crisi economica dovuto alla crisi finanziaria; pensiamo anche al danno alla raccolta finanziaria delle imprese che hanno dovuto sopportare la concorrenza dei tassi d'interesse più elevati che lo Stato italiano ha dovuto praticare per raccogliere risorse finanziarie.

Tutti questi danni sono danni che devono essere portati in giudizio da un soggetto che ha una legittimazione ad agire. Quindi si tratta di una tipologia di danno che nella sede giudiziaria civile fondamentalmente ha grosse difficoltà a poter essere tutelata perché nella sede giudiziaria civilistica fondamentalmente chi può agire è un soggetto di diritto, cioè una persona fisico-giuridica ma non una collettività.

Abbiamo la figura degli interessi collettivi, degli interessi diffusi in cui comunque c'è una finzione giuridica. Cioè proprio per supplire all'assenza di un titolare effettivo che possa esercitare l'azione risarcitoria, delle norme speciali hanno attribuito la legittimazione a delle Associazioni, ma le Associazioni sappiamo che sono degli enti privati, quindi perseguono per statuto determinati interessi che magari sono anche di rilievo pubblico (pensiamo ad esempio alle associazioni ambientaliste), ma non sono comunque soggetti pubblici.

Dunque la Procura della Corte dei Conti e la sede della Corte dei Conti di fatto diventano rispettivamente l'attore e la sede risarcitoria privilegiata per la tutela del danno al sistema Paese.

Perché? Perché la Corte dei Conti ha la legittimazione a far valere questo interesse diffuso al massimo livello di diffusione, cioè l'interesse diffuso dell'intera comunità nazionale, l'interesse adespota per eccellenza, cioè quello del "sistema Italia", quello dell'economia italiana che, diversamente, non potrebbe trovare cittadinanza davanti al giudice civile.

Un ulteriore elemento importante è quello del rapporto di servizio. Perché? Perché davanti alla Corte dei Conti fondamentalmente possono essere chiamati soltanto "servitori del Paese", cioè soggetti che sono legati a un soggetto pubblico da un rapporto di servizio.



Fondamentalmente quindi l'imputazione di danno erariale presuppone che tra lo Stato italiano e l'agenzia di *rating* ci sia un rapporto di servizio. Anche su questo ovviamente dobbiamo vedere che cosa ne penseranno le Corti, però giuridicamente l'ipotesi non è affatto peregrina. Perché? Perché tutto ruota attorno al concetto di rapporto di servizio con il soggetto pubblico, presupposto della giurisdizione della Corte dei conti (in luogo che del Giudice Ordinario): infatti, secondo la Giurisprudenza della Corte dei Conti, nonché delle Sezioni unite della Cassazione in sede di regolamento di giurisdizione, dire che un soggetto è legato da un rapporto di servizio a un soggetto pubblico vuol dire che c'è giurisdizione della Corte dei Conti, dire che non c'è questo rapporto di servizio significa ricadere nella giurisdizione del giudice ordinario, quindi del diritto comune. Su tali presupposti la Cassazione ritiene che per configurare il rapporto di servizio con un soggetto pubblico non è necessaria una relazione organica vera e propria, cioè un contratto di lavoro pubblico, un contratto di pubblico impiego, ma è sufficiente una relazione di tipo funzionale. E' sufficiente cioè che una determinata funzione, una determinata attività rilevante per l'attività del soggetto pubblico sia conferita in via stabile a un soggetto anche privato.

E' dunque su tale impostazione che si basa la configurazione dell'agenzia di *rating* come possibile parte, controparte di un rapporto di servizio con la Pubblica Amministrazione, cioè proprio sul fatto che il rapporto con l'agenzia di *rating* per sua natura è tendenzialmente un rapporto stabile. Si badi bene, rapporto stabile non vuol dire rapporto permanente, non vuol dire che è un rapporto a tempo indeterminato. Può anche trattarsi di un rapporto che dura per esempio qualche anno, come è frequente nel caso del *rating* che, per sua normale configurazione, comporta revisioni di carattere periodico. Allora, nella misura in cui per un apprezzabile lasso temporale un soggetto, nel caso l'agenzia di *rating*, svolge le prestazioni richiestele, vediamo bene che la stessa si inserisce nel perimetro delle attività che vengono a essere rilevanti per la Pubblica Amministrazione che le ha conferito l'incarico. Infatti, per lo Stato, come nel caso di cui si sono occupate la Procura penale di Trani e la Procura contabile del Lazio, ovvero per la Regione, il Comune o qualsivoglia altro ente pubblico che abbia richiesto il *rating*, è rilevante, al fine di poter collocare i propri titoli sul mercato, avere questo giudizio sul merito di credito, sulla propria affidabilità e solvibilità. Dunque, nella misura in cui l'attività dell'agenzia di *rating* è funzionale a consentire all'ente emittente il collocamento dei propri titoli, anche in questi termini può configurarsi quel rapporto di servizio che è fondamentale per potere radicare la giurisdizione della Corte, in termini di inserimento funzionale dell'agenzia di *rating* nell'ambito dell'organizzazione attraverso cui l'ente pubblico svolge la propria attività e realizza il proprio fine di emissione e collocamento del proprio debito sul mercato.

Vado a chiudere sugli aspetti più critici, cioè quello certamente della prova. Qui sarà fondamentale l'apporto metodologico che potranno fornire le Autorità nel fissare proprio quelli che sono i percorsi procedurali e metodologici. E' chiaro che l'ipotesi accusatoria sia della Procura di Trani, sia della Procura Lazio della Corte dei Conti sono, infatti, degli apripista. Quindi è chiaro che sono ipotesi accusatorie che verosimilmente sconteranno nel loro iter giudiziario tutti i limiti metodologici del fatto di essere i primi ad avere aperto questo nuovo filone di indagine, filone che certamente potrà e dovrà essere perfezionato.

Un altro aspetto complesso è poi quello della quantificazione del danno. Perché mentre nel caso del danno all'investitore abbiamo già un riferimento tendenzialmente delineato e circoscritto dalla Cassazione, che ha già fornito un novero di criteri per la quantificazione del danno, invece per il danno al soggetto emittente la questione è ben più complicata. Cioè se mentre nel caso del danno all'investitore, fondamentalmente quello da mancato o tardivo *downgrade*, si sta consolidando una giurisprudenza che identifica il danno con il capitale investito, dedotti peraltro i ratei nel frattempo percepiti, nel caso del soggetto emittente credo la questione della quantificazione del danno è molto più complessa. In proposito possiamo individuare uno slot di danno identificabile probabilmente nei maggiori oneri per il servizio del debito che l'ente ha dovuto pagare. Peraltro c'è tutta una parte di danno che è molto più a 360° e molto più da esplorare e puntualizzare, per esempio in termini di perdita di chance, di perdita di opportunità, di incidenza del *downgrade* dello Stato sul sistema economico e qui gli economisti e gli esperti di finanza si stanano già ampiamente esercitando. Chiaramente sono quantificazioni estremamente complesse, nelle quali è appunto importante avere delle linee metodologiche chiare e univoche, anche a tutela di un valore fondamentale che è stato prima richiamato, cioè quello della certezza del diritto, valore che necessariamente deve passare attraverso il diritto vivente, dato dall'interpretazione e applicazione delle norme che si forma nelle aule di Tribunale e che



deve auspicabilmente implicare un elevato livello di predicibilità delle decisioni. Spero di essere rimasta nel tempo che mi era stato assegnato.

Alessandro De Nicola
Presidente, Adam Smith Society

Molto bene, grazie. Tutti quanti ci aspettavamo che ci dicesse qualcosa sulla mitica valutazione del fatto che le società di *rating* non hanno tenuto conto del Colosseo

Daniela Morgante
Magistrato, Corte dei Conti

Non posso che condividere che non è possibile non ammirare il Colosseo e le bellezze artistiche italiane...

Alessandro De Nicola
Presidente, Adam Smith Society

E farle entrare nel PIL! Due riflessioni meno paesaggistiche. La prima è se, soprattutto in assenza di un contratto tra la Pubblica Amministrazione dello Stato Italiano e le società di *rating*, non prevalga il fondamentale diritto costituzionale della libertà di opinione.

La seconda è se, con l'allargamento del rapporto di servizi, non potrebbe estendersi anche alla *freedom house* quando afferma che siamo al 75° Posto per la libertà di stampa? E' un danno alla reputazione dell'Italia, al *World Economic Forum* quando dice che siamo 48° sulla competitività. Con questo sistema chiunque ci critica fa un danno al sistema Paese, rischia di andare sotto la Corte dei Conti. Non riscontrate un po' questo rischio? Però ce lo dice dopo, adesso invece do la parola al dott. Loser perché naturalmente le SGR investono e investono anche tenendo conto dei *rating* e questo... non vorrei dire che siano gli utilizzatori finali perché suona male in Italia questa affermazione, ma sono sicuramente dei grandi utilizzatori dei *rating* delle agenzie. Grazie.

Ugo Loser
Amministratore Delegato, Arca SGR

Grazie Alessandro e grazie a tutti per averci fatto l'onore di venire qui nella nostra sede a discutere di questi argomenti che sono per noi molto, molto importanti.

Il punto di partenza, dal nostro punto di vista, è che quello che guida l'azione di noi come SGR è esclusivamente il rapporto fiduciario con i nostri clienti.

Noi facciamo solo ed esclusivamente l'interesse dei nostri clienti che viene prima di qualsiasi altra considerazione. Delle persone. Specialmente i clienti di Arca, che sono centinaia di migliaia e che affidano ad Arca la maggior parte dei loro risparmi, che hanno accumulato in una vita di lavoro. Il cliente medio di Arca ha 60 anni, chiaramente pone su di noi una grandissima responsabilità di cosa facciamo con i soldi che questi clienti ci affidano. Ed è con grande orgoglio che posso dire negli ultimi anni Arca si è contraddistinta per avere offerto dei rendimenti di tutto rispetto, di grande livello e che sono stati riconosciuti come tali nel mercato, visti i numerosi premi vinti.

Chiaramente il tipo di investimento in strumenti con rischio di credito è un tipo di investimento particolarmente delicato e complicato in quanto, per usare un termine tecnico, c'è una concavità o una *negative convexity* nell'investimento, ovvero investire in strumenti di credito equivale a investire in cose che possono solo andar male. Ovvero noi abbiamo l'*upside*, che è un cap, come vendere una *put* sul titolo sottostante e quindi noi se ci va bene incassiamo lo *spread*, se ci va male perdiamo tutti i soldi che abbiamo investito.

Questa è la tipologia di investimento più rischioso che esiste. E quindi dobbiamo stare particolarmente attenti quando maneggiamo *spread* di credito e la recente crisi ha dimostrato cosa vuol dire giocare con gli *spread*.

E' chiaro che con queste premesse da un lato noi dobbiamo essere in qualche modo molto attenti alla eticità e alla correttezza del funzionamento dei mercati e dell'industria, specialmente per quanto riguarda le modalità informative da questo punto di vista e quindi non possiamo che accogliere con enorme favore tutte le iniziative in essere sul mondo della regolamentazione dell'operato delle società di *rating*.



Dall'altro lato non possiamo non riconoscere da una parte che senza l'operatività delle agenzie di *rating* oggi la tipologia di investimento in prodotti di credito non sarebbe possibile per l'industria. Dall'altro lato però credo che l'industria debba fare un po' di autocritica in quanto l'esistenza delle agenzie di *rating*, di certe modalità operative sono state un alibi per una certa deresponsabilizzazione, sia da un punto di vista etico, sia da un punto di vista di modelli di *business* sul fatto che se il titolo è tripla A allora è investibile e quindi se saltasse domani, pazienza... no? "Mi avevano detto che era tripla A".

Quindi noi non possiamo assolutamente svincolarci da avere un giudizio di merito indipendente dalle agenzie di *rating* quando maneggiamo i soldi dei nostri clienti. Il che non vuol dire che dobbiamo reinventare la ruota, facendo un nostro modello di *rating*, ma dobbiamo riconoscere che come tutti i modelli, che siano di *risk management*, che siano di gestione ecc. sono però appunto modelli. Ci servono per semplificare la realtà. Ci sono migliaia, migliaia, migliaia di strumenti finanziari a cui è attaccato un giudizio di *rating*. Non potremmo mai pensare di entrare nel merito di tutti questi numeri se non reinventando la ruota.

Dobbiamo essere consci però che la metodologia è una visione semplificata della realtà che in certe circostanze può essere una semplificazione grossolana che in qualche modo svia quello che è il giudizio e quindi che una valutazione più approfondita o comunque con cognizione di causa, alla fine è necessaria, ragionevole, opportuna e che quindi se vado a fare CDO, *CDO square*, il CDO dei *CDO square* ecc. quindi prendo il bilancio della banca, ne metto insieme tanti, li taglio in fette orizzontali e poi li taglio in fette oblique e ho trovato la fetta della fetta, della fetta, ritagliata per avere un profilo di rischio che statisticamente, secondo il modello statistico è perfetto e magari è vero che da un punto di vista statistico riguarda... no? Finché il mondo è lineare si merita una tripla A, ma che se poi il mondo cambia proprio per il concetto di *negative convexity* il mondo non è più lineare, ma diventa un po' più complicato, da lì il mondo esplode e la leva della leva, della leva che ho sottostante il CDO del CDO, del CDO, alla fine fa sì che quella cosa che doveva essere tripla A azzera il suo valore, rimpiango di non avere avuto i titoli greci o Parmalat in portafoglio invece di avere quello strumento che è la tripla A.

Questa è l'essenza di quello che dobbiamo fare. Purtroppo uno dei grandi problemi che non ha una facile soluzione è l'utilizzo normativo-regolamentare dei numeri di *rating*. Ovvero, se io in un prospetto, scrivo che l'investimento deve avvenire in titoli *investment grade* e ho il 60-70% del mio portafoglio in titoli dello Stato italiano e improvvisamente lo Stato italiano viene downgradato a sub-*investment grade*, io sono costretto a vendere quel portafoglio nel minuto in cui il *downgrade* viene annunciato e come me è costretta a venderlo l'intera industria. Ecco che immediatamente quell'annuncio di *downgrading* ha un'implicazione operativa che chiaramente sconvolge la stabilità dei mercati - qui io ho preso un esempio chiaramente molto estremo - e che poi si autoalimenta, perché poi, come sappiamo, il vero rischio è che se delle decisioni di investimento di fatto vengono prese dalle agenzie di *rating* invece che dai gestori di fondi, perché a un giudizio di *rating* corrisponde un'operatività in acquisto o in vendita, acquisto in tutti i prodotti passivi io compro un indice per cui un aumento di un *rating* può implicare che io vada a comprarlo anche, quindi stringendo tutti gli *spread*.

E' chiaro che se assistiamo, come abbiamo visto nell'esperienza della crisi, a un crollo dei mercati, il crollo dei mercati ha un effetto ricchezza per cui si smette di spendere, le banche falliscono, non c'è più capitale, l'economia si avvita e quindi il giudizio di *rating*, ancorché potenzialmente errato diventa improvvisamente vero, perché poi le condizioni che andiamo a realizzare fanno sì che quella società, quello Stato poi effettivamente avendo fatto meno tre di PIL diventi insolvente, a questo punto abbiamo un problema perché poniamo un enorme valore, un'enorme conseguenza a quello che è un giudizio di semplificazione della realtà che ci consente di processare un numero elevato in realtà di informazioni in maniera sistematica. Quindi, dal nostro punto di vista, è chiaro che noi abbiamo in questa fase resistito moltissimo l'utilizzo automatico del *rating*, quelle decisioni di investimento e quindi auspichiamo che sicuramente il lavoro delle agenzie di *rating* venga fatto in maniera trasparente, efficace, efficiente e puntuale e quindi siamo assolutamente favorevoli all'esistenza e all'operato delle agenzie di *rating*, ma d'altro lato vogliamo evitare di dovere essere noi obbligati a seguire pedissequamente quello che le agenzie di *rating* pensano e fanno e in qualche modo pubblicano.

Se guardiamo al dato della dimensione di quella che è l'industria dell'*asset management*, sono numeri che fanno abbastanza impressione.



L'ultimo dato puntuale è che gli *asset under management* a livello globale sono 89 trilioni di dollari e hanno un tasso di crescita che probabilmente si avvicina alla doppia cifra, per cui arriveremo presto ai 100 trilioni di dollari.

Pensare che 100 trilioni di dollari nazionale o non nazionale, vengano gestiti in base a un giudizio fatto su un modello che, essendo un modello, è per forza una semplificazione, più o meno sofisticato, più o meno grossolano, è una cosa che un po' mette i brividi.

L'auspicio quindi è che chiaramente in qualche modo al di là di tutte le considerazioni corrette e appropriate che sono state fatte nel mondo di chi i *rating* produce e chi i *rating* li controlla e li giudica, ci sia questa consapevolezza dell'impatto che una gestione di 100 trilioni basata su considerazioni superficiali può avere, quindi riportare l'*accountability*, cioè la responsabilità delle operatività in capo ai soggetti che hanno il rapporto fiduciario con chi ha a loro affidato i propri risparmi. Grazie mille.

Alessandro De Nicola
Presidente, Adam Smith Society

Grazie. Direi che come primo e principale giro abbiamo avuto una serie di indicazioni e di spunti notevole. Allora, se voi siete d'accordo, poichè sono le sei e mezza e abbiamo quindi trenta minuti, raccoglierei tre domande dal pubblico. Dopodiché ridarei la parola per una breve replica. Naturalmente ci saranno alcune domande che potranno essere mirate a qualcuno in particolare dei nostri relatori e infine direi di trarre le conclusioni anche naturalmente però stimolando i nostri relatori a commentarsi un po' a vicenda, perché tutto sommato ognuno ha poi integrato ciò che ha detto l'altro.

INTERVENTO: Buonasera, una domanda per il dott. Loser. E' molto interessante questo aspetto della regolamentazione, ma una cosa che io mi aspetterei dal punto di vista della reazione del mercato alla struttura delle società di *rating*, cogliere, anche negli elementi di fallimento, nel giudizio di *rating* un'opportunità e cioè forse smettere di dare una delega in bianco alle agenzie di *rating* perché come diceva lei, non è un modello che fa, che prende le decisioni, sono le persone e dunque non è forse più interessante cogliere quello che fanno le agenzie di *rating* puramente come un servizio, ma che è una fonte di opinione e attrezzarsi invece come aziende per crearsi una propria opinione? In sostanza è un po' quasi come rifare la ruota!

Alessandro De Nicola
Presidente, Adam Smith Society

Facciamo un cluster di domande. E' meglio.

Guido Cammarano
Presidente, Arca SGR

Dott. Cecchi De Rossi, ma perché la Cina si è fatta un'agenzia di *rating*? E sotto quale regolamentazione la vuole mettere? Ho letto qualche giorno fa sul Financial Times che addirittura anche la Russia se la vuole fare.

INTERVENTO: C'è già.

Guido Cammarano
Presidente, Arca SGR

C'è già? Quindi. Questa è la mia domanda.

Alessandro De Nicola
Presidente, Adam Smith Society

Altre curiosità? Va bene. Ci sono due domande molto specifiche quindi adesso nel secondo giro coloro ai quali sono state rivolte possono rispondere. Darei prima di tutto la parola al dott. Santella che ha un aereo e quindi magari gli chiederei di commentare per primo e poi riprenderei nell'ordine che avevamo tenuto all'inizio, quindi poi dando poi la parola al dott.



Cecchi De Rossi.

Paolo Santella

Team Leader for Credit Rating Policy, ESMA - European Securities and Markets Authority

Grazie al Prof. De Nicola. Vorrei formulare alcuni brevi commenti sull'effetto licenza sottolineato dal dott. Di Noia. Bisogna capire che il nuovo regolamento CRA3, ma in generale i tre regolamenti sul *rating*, sono stati disegnati dal legislatore europeo avendo come riferimento due obiettivi. Da un lato quello di incitare gli operatori finanziari a ridurre il loro affidamento ai *rating*; dall'altro lato quello di incoraggiare maggiore concorrenza per rompere quell'oligopolio di cui si parlava prima.

Vi è stato un grande dibattito se e in quale misura questi due obiettivi siano compatibili o meno. Resta il fatto che da un lato il legislatore ha inteso limitare l'"effetto timbro", di cui abbiamo avuto un'illustrazione molto chiara dal dott. Loser un momento fa. Dall'altro lato, per quanto riguarda il problema dell'oligopolio nel mercato del *rating* al quale faceva riferimento il dott. Cecchi De Rossi, alcune delle misure più innovative, per esempio quelle sulle tariffe praticate dalle società di *rating* ai propri clienti, trovano una spiegazione proprio nell'ottica della volontà di aprire il mercato dei *rating* riducendone la componente oligopolistica.

Il Parlamento europeo nell'ultimo giro legislativo l'anno scorso ha deciso di introdurre questa norma molto innovativa che effettivamente, come ricordava Di Noia, prevede che le tariffe praticate dalle società di *rating* debbano essere basate sui costi. Ora che cosa questo significhi il regolamento non lo dice e spetterà a noi chiarirlo in un prossimo futuro. L'Esma potrebbe adottare a questo riguardo delle linee guida per fornire al pubblico degli strumenti interpretativi. È chiaro comunque già da ora che questa nuova previsione deve essere vista in connessione con le altre previsioni introdotte in CRA3 per limitare la struttura monopolistica del mercato, in primo luogo le previsioni sulla rotazione obbligatoria del ricorso a società di *rating* da parte degli emittenti e l'obbligo di fare ricorso a due società di *rating* per i prodotti di finanza strutturata.

Per quanto riguarda la riduzione dei riferimenti ai *rating*, perché alla fine non c'è una risposta definitiva nel regolamento? La ragione è molto semplice: perché non c'è una risposta definitiva nemmeno a livello globale. Si tratta del primo punto nodale che è stato sollevato all'indomani della crisi nel 2008, sulla base del lavoro pionieristico che era stato svolto dal prof. Frank Partnoy il quale all'indomani della crisi in sostanza aveva osservato: la crisi si è aggravata anche a causa dei comportamenti delle società di *rating* perché i legislatori avevano attribuito loro il potere di apporre un timbro regolamentare alla valutazione di merito creditizio.

Il problema in corso di discussione oggi è se vi siano alternative al *rating*. Il nostro regolamento sul *rating* non individua un'alternativa chiara, individua invece un percorso. La Commissione e l'Esma stanno seguendo da vicino il dibattito in corso al momento negli Stati Uniti e più in generale a livello di G20. Varie possibilità alternative al *rating* sono al momento in discussione al *Financial Stability Board* e presso altri organismi multilaterali. Questo indubbiamente può apparire frustrante per l'industria finanziaria, ma rappresenta allo stesso tempo una sfida per il supervisore che è chiamato ad eseguire delle previsioni aperte. Il mio collega Susi potrà parlare più diffusamente di questo aspetto, visto che se spetta all'Esma la supervisione sulle società di *rating*, d'altro lato il regolamento europeo attribuisce alle Autorità nazionali, quindi alla Consob in Italia, la supervisione dell'uso dei *rating* da parte degli intermediari finanziari.

Per quanto riguarda la responsabilità civile, il nuovo regolamento CRA3 ha introdotto un regime europeo di responsabilità civile delle società di *rating*. Anche in questo caso si tratta di un argomento sul quale è in corso un dibattito anche negli Stati Uniti, dove mentre da un lato non vi è una giurisprudenza definitiva su questo aspetto, dall'altro lato vi sono delle iniziative in corso da parte del Dipartimento di giustizia americano.

Qui vengo a quanto poco fa stava illustrando la dott.ssa Morgante, per ricordare un aspetto fondamentale. Il problema del giudice, se ho capito bene, è quello di avere dei punti di riferimento per poter valutare se vi sia stata una violazione o meno del regolamento. Ora, il regolamento *rating* questo compito non lo attribuisce all'Esma, ma alle corti nazionali. Il regolamento rende le corti autonome nell'apprezzare se il regolamento stesso sia stato violato o no dalle società di *rating* ai fini della determinazione della responsabilità civile. Il regolamento non prevede che l'Esma debba fornire un parere, vincolante o non vincolante. E'



il giudice nazionale che autonomamente deve decidere se vi è stata una violazione o meno del regolamento ai fini della responsabilità civile.

Il regolamento *rating*, dal punto di vista del regime sanzionatorio, è molto rigoroso nello specificare che l'Esma può erogare sanzioni soltanto sulla base di fattispecie specifiche individuate nello stesso regolamento.

Aggiungo infine che le linee guida dell'Esma, così come della Commissione Europea o di qualunque altra agenzia della Commissione europea, non rappresenta l'interpretazione autentica della legislazione comunitaria, che può essere fornita soltanto dalla Corte di Giustizia dell'Unione Europea. La conclusione è che per quanto riguarda il nuovo regime europeo di responsabilità civile delle società di rating il giudice nazionale ha come unico riferimento la Corte di Giustizia. Grazie.

Alessandro De Nicola
Presidente, Adam Smith Society

Grazie. Marco, ora che si è aperta l'opportunità...

Marco Cecchi De' Rossi
Ined, Dagong Europe Credit Rating

Grazie. Avrei tantissimi spunti, però mi limito a pochi. Uno fra l'altro, riprendendo un tuo commento riguardo alla libertà di opinione e non all'estensione del contratto di servizio, argomento che lascio volentieri a qualcun altro.

A mia conoscenza, confermo che la questione non è stata ancora definita dal punto di vista giurisprudenziale negli Stati Uniti, ma fate attenzione perché negli Stati Uniti - qui mi ricollego anche a un altro punto importante esposto anche dal dott. Loser - mi pare proprio Calpers, dopo aver presentato un ricorso contro Standard & Poor's, sta ora esposta a un ricorso per azione temeraria. Quindi l'argomento è molto controverso e non sembra di facile e immediata soluzione.

Questo lo riporto a titolo di cronaca senza commenti.

Alessandro De Nicola
Presidente, Adam Smith Society

Certo, poi c'è inevitabilmente un aspetto che è quello del penale classico, della manipolazione di mercato, ma qui siamo allora in un altro ambito... il nostro vecchio aggio... manipolazione di mercato. Quello è il buon vecchio diritto penale dei mercati finanziari e allora è un'altra cosa. Diversa è invece la responsabilità civile.

Marco Cecchi De' Rossi
Ined, Dagong Europe Credit Rating

Mi ricollego a un diffuso concetto di *rating*. Il problema nasce dall'evoluzione dell'industria del *rating* che ha portato alla produzione di un servizio il cui valore è calato nel tempo, ovvero i *rating* prodotti da modelli statistici. Personalmente quando ascolto queste affermazioni mi preoccupa. Ci sono imprese che producono *scoring* e tale lo definiscono. Ma se invece si producono *rating* prevalentemente basati su criteri quantitativi e modelli econometrici - oltretutto basati su assunzioni di equilibrio generale hayekiane-neo-classiche o neo-keynesiane, i risultati delle elaborazioni arrivano tutti alle stesse conclusioni. Ecco rispuntare il problema del paradigma unico.

Il problema è proprio lì. C'è un incentivo dato dalla concentrazione dell'industria a lavorare sempre di più sull'approccio quantitativo a paradigma unico.

Il servizio di *rating* è invece un servizio di tipo qualitativo, in cui pur appoggiandosi su strumenti econometrici avanzati con analisi di scenari - applicate in particolare agli strumenti di finanza strutturata - non possono che valorizzare il fattore umano, se non altro nella selezione degli input. Mi riferisco a quanto diceva il dott. Loser. E' lì che va portata la discussione e la competizione: nella scelta dei parametri, o meglio nella scelta della composizione dei pesi relativi, dei *rating factors* come si dice in gergo, che non è per definizione la stessa negli Stati Uniti - e qui arrivo alla risposta al dott. Cammarano - in Cina e in Europa.



L'altra assunzione che io facevo - dandola erroneamente per accettata - è che se esiste un'industria del *rating* come è oggi, è perché è esistita l'industria dell'*asset management* e della previdenza privata negli Stati Uniti. I veri legittimatori delle agenzie di *rating* non siamo noi qui in Europa, nemmeno gli asset manager nell'Unione Europea, sono i Fondi Pensione degli Stati Uniti e in generale dei paesi anglosassoni. Perché già oggi e sempre più in futuro non si potrà più proseguire con il presente assetto di questa industria? Perché la *net asset allocation* nel mondo non è più prevalentemente a favore dei Fondi Pensione negli Stati Uniti, bensì prevalentemente in Cina. Questi sono fatti, sono dati.

Credete che chi ha in mano la più larga fetta di attivi netti in portafogli, in cui tra l'altro, la concentrazione del rischio è alquanto discutibile, non voglia avere qualcosa da dire su quale settore è più o meno rischioso, nell'allungare e accorciare l'orizzonte di investimento orizzonte sui profili di rischio che preferisce? Io credo di sì. E questo già oggi.

Se il signor Jianzhong Guan, il maggiore azionista di Dagong Global Credit Rating, ha deciso di investire in un'agenzia di *rating* europea, Dagong Europe Credit Rating, è perché ha intuito questo. Ho risposto?

Alessandro De Nicola
Presidente, Adam Smith Society

Grazie. Adesso è il turno del dottor Susi.

Neomiso Susi
Responsabile, Ufficio Giudizi di Rating e Raccomandazioni di Investimento, Consob

Tre cenni veloci. Il primo aspetto, regolamentazione sì, regolamentazione no, cui faceva riferimento il dott. Di Noia. E' un punto su cui anche con lui abbiamo discusso molto e varie volte, lui è sicuramente molto più *liberal* di me sotto questo aspetto, ma la questione è, soprattutto: l'importanza del *rating* c'è o non c'è? E cosa l'ha determinata? La mia impressione, da quello che ho potuto vedere (ma non è necessariamente quella giusta), è che in realtà il *rating* ha costruito la sua rilevanza nel corso degli anni, grazie a una *expertise* che poi magari fatti recenti, in parte, possono avere messo in discussione, ma comunque una *expertise* che si è determinata progressivamente, e quindi in realtà i riferimenti regolamentari ai rating hanno accentuato questa rilevanza, ma a mio avviso non sono stati l'unico fattore a determinarla. Infatti, se è vero che una parte dell'importanza del *rating* è dovuta appunto ai riferimenti regolamentari previsti da Basilea 2 e da altre normative, c'è tuttavia anche un ricorso al *rating* che dipende da fattori più di mercato, al fine, ad esempio, di disporre di un'informativa aggiuntiva, che può essere ritenuta utile per gli investitori da parte di un emittente, in casi quali il ricorso a un'emissione obbligazionaria.

Allora il concetto è: era giusto regolamentare l'attività e il processo di rating e regolamentarli così come è avvenuto? Secondo me, al di là di alcuni possibili eccessi di cui parlavo prima, la risposta è sì.

Ora mi viene naturale fare un paragone con l'altro tipo di attività di cui il mio ufficio si occupa specificamente, a livello informativo, all'interno della Consob. Se noi infatti prendiamo in considerazione i cd. studi o raccomandazioni di investimento, tramite i quali le istituzioni finanziarie o altri analisti forniscono consigli d'investimento in merito ad emittenti o a strumenti finanziari quotati - che spesso risultano meno rilevanti dei *rating* in termini di impatto sul mercato - detti studi se prodotti da soggetti abilitati sono un servizio d'investimento accessorio, quindi gli intermediari abilitati che producono studi devono avere delle loro procedure interne che disciplinino anche tale attività. Inoltre, la Direttiva *market abuse* prevede delle misure sulle raccomandazioni d'investimento, con riferimento a *fair presentation* e conflitti d'interesse. Allora io in questo quadro regolamentare non vedo la ragione per cui il *rating* dovesse rimanere un fenomeno non regolamentato, parlando di valutazioni che spesso, ripeto, risultano altrettanto se non più rilevanti delle raccomandazioni d'investimento in termini di impatto sul mercato e di importanza per gli investitori.

Forse vi sono alcuni aspetti, soprattutto alcuni di quelli introdotti nell'ultima revisione del Regolamento europeo, che sarebbe stato opportuno non introdurre - si parlava prima di norme di *governance*, di alcuni aspetti molto specifici - tuttavia il quadro regolamentare è tale che, soprattutto per quella componente di *rating* più legata a finalità di mercato, sembra giusto che tale fenomeno sia disciplinato, senza ovviamente che si arrivi al cd. "*stamp*" regolamentare, citato prima anche da Paolo Santella, cioè al fatto che il regolatore possa



dare l'impressione di fornire con il suo intervento un "marchio di qualità" al rating, perché questo sarebbe sicuramente sbagliato. Al di là di questo, per le ragioni da me in precedenza esposte, io trovo corretto che l'attività di rating sia comunque soggetta a una qualche forma di regolamentazione e di vigilanza, anche considerando il quadro regolamentare complessivo. Il secondo punto riguarda uno degli aspetti che sono stati introdotti nel Regolamento nel 2013, costituito dalla riduzione della cd. *over reliance*, cioè dell'eccessivo affidamento sui giudizi di rating, cui accennavo prima. Vorrei qui fare riferimento anche a quello che diceva prima il dott. Loser, in merito alla presenza, tuttora, di un notevole affidamento da parte dei gestori, nelle proprie scelte d'investimento, ai giudizi di rating. Nell'attuale versione del Regolamento europeo, come rivisto nel 2013, vi è un articolo che, benché sia una norma di carattere generale, comunque introduce alcune previsioni piuttosto importanti, e cioè, in primo luogo, che le istituzioni finanziarie devono effettuare una propria valutazione del rischio di credito e non affidarsi esclusivamente o meccanicamente ai *rating* nella valutazione del merito di credito di un'entità o di uno strumento finanziario.

Inoltre, il secondo paragrafo di questo articolo stabilisce che le Autorità settoriali competenti, quindi, a seconda dei casi, la Consob, la Banca d'Italia, l'IVASS o la Covip, ciascuna per i propri profili di competenza - la Consob se parliamo per esempio di politiche d'investimento all'interno dei prospetti degli *asset manager* - devono verificare l'adeguatezza delle procedure di valutazione del rischio di credito poste in essere dalle istituzioni finanziarie, valutare anche l'utilizzo dei riferimenti contrattuali ai *rating* da parte delle stesse e, se del caso, incoraggiare queste entità a ridurre l'incidenza dei *rating* con l'obiettivo, appunto, di eliminare o quantomeno ridurre l'affidamento esclusivo o meccanico agli stessi.

A questo riguardo, la Consob nel luglio 2013, contestualmente con Banca d'Italia, IVASS e Covip, ha ritenuto opportuno emanare una comunicazione interpretativa delle norme da me citate in materia di *over reliance*, contenute nel Regolamento europeo sulle agenzie di rating e in una serie di Direttive - in materia di fondi pensione, organismi di investimento collettivi e fondi di investimento alternativi - modificate nell'ambito dello stesso processo con cui è stato rivisto il suddetto Regolamento. Tale comunicazione ha previsto, per quanto concerne i profili Consob, che i gestori collettivi devono fare appunto le proprie valutazioni in materia di rischio di credito e, nel prendere le loro decisioni di investimento e di disinvestimento, che siano collegate a un certo livello di rating o a variazioni dello stesso, non possono affidarsi esclusivamente o meccanicamente a detto *rating*. Di conseguenza, i gestori devono, al fine di operare nell'interesse dei clienti e dell'integrità dei mercati, svolgere un'adeguata attività di *due diligence* sui rischi dell'investimento, e le Autorità settoriali competenti, tra cui la Consob, devono vigilare a che questi comportamenti, nonché adeguate procedure finalizzate a tali obiettivi, siano messi in atto.

Ora, con riferimento a tali misure, vedremo in fase di recepimento delle citate Direttive di settore cosa prevederanno le relative norme, tuttavia, a mio modo di vedere, le previsioni introdotte nel Regolamento sulle agenzie di rating, in combinazione con le suddette modifiche inserite nelle Direttive di settore, già vietano che, nel momento in cui vi sia un giudizio di *rating* o un cambiamento dello stesso, cui sono collegate delle scelte d'investimento o disinvestimento, il gestore (o comunque un'altra tipologia di intermediario finanziario cui la norma in generale si riferisce) prenda una decisione automaticamente e/o esclusivamente sulla base di quel giudizio di rating o del cambiamento dello stesso. Ovviamente bisognerà meglio definire cosa s'intenda per "propria valutazione" da parte dell'intermediario. A mio avviso, dovrebbe intendersi che tale valutazione potrà avere come riferimento anche i giudizi di *rating*, ma questi non potranno più essere l'unico fattore di valutazione, né un fattore che determina decisioni automatiche da parte del gestore collettivo o di altri intermediari finanziari.

Da questo punto di vista, l'ufficio, di cui sono responsabile, ha interagito molto con la nostra Divisione intermediari, che si occupa, tra l'altro, di vigilare sulla prestazione sia dei servizi di investimento che del servizio di gestione collettiva, e in realtà l'indicazione che abbiamo ricevuto è che comunque a livello d'industria c'è già un forte *trend* nella direzione della riduzione dell'eccessivo affidamento sui giudizi di *rating*, tramite l'eliminazione dei riferimenti ai *rating* quale parametro esclusivo o meccanico rispetto alle scelte d'investimento o disinvestimento.

L'ultimo cenno veloce che vorrei dare riguarda la responsabilità delle agenzie.

A questo riguardo, la dott.ssa Morgante faceva giustamente riferimento all'esigenza, per l'Autorità giudiziaria, di avere un supporto e un rapporto di collaborazione con le Autorità di



vigilanza, che c'è stato e continuerà ad esserci a vari livelli: ad esempio, la Consob ha collaborato molto sia con la Procura di Trani, sia con la Corte dei Conti, con riguardo ad alcune indagini in corso o che sono in fase processuale.

C'è però un punto importante che vorrei evidenziare, in merito ai contenuti di tale collaborazione: infatti il Regolamento europeo non prevede tra le competenze né dell'ESMA, né tantomeno delle Autorità competenti nazionali, quella di valutare se una metodologia, ovvero il contenuto di un rating, siano giusti o sbagliati. Infatti, il Regolamento, da un lato prevede una norma piuttosto netta, l'art. 23, che stabilisce un obbligo di non interferenza dell'ESMA e delle varie Autorità nelle metodologie e nei contenuti dei rating. Vi è però un'altra norma del Regolamento, l'art. 8, paragrafo 3, che prevede che le metodologie devono essere sistematiche, oggettive, continuative e basate su *back testing*, e che l'ESMA debba vigilare sull'applicazione della suddetta norma. Come si conciliano queste due previsioni? La soluzione che è stata individuata finora - e che ha trovato applicazione nella concreta attività di vigilanza - è la seguente: l'ESMA valuta che vi siano procedure adeguate relative alle metodologie e che i criteri utilizzati siano coerenti nel tempo e nello spazio (cioè anche con riferimento a rating su emittenti diversi appartenenti allo stesso settore), ma non ha il potere di dire se un rating sia corretto o sbagliato, né questo potere lo ha la Consob.

Quindi, bisogna fare attenzione a definire qual è l'obiettivo di una tale analisi, in quanto può non essere semplice definire, ai fini degli abusi di mercato, quando un rating possa risultare falso o fuorviante, poi ovviamente dipende dai casi, in quanto se io trovassi una telefonata che dice, per esempio: "Modifica il rating ecc.", siamo su un altro piano probatorio, però invece il fatto di poter dare un giudizio se un rating sia giusto o sbagliato non è qualcosa che rientra nei poteri dell'Autorità di vigilanza. Questo anche perché ciò risulterebbe in contraddizione con le norme, di cui parlavo prima, in materia di riduzione dell'*over reliance*, in quanto l'Autorità di vigilanza andrebbe a valutare essa stessa la correttezza di un giudizio di rating, dando quindi un proprio marchio di affidabilità allo stesso, con la conseguenza che, da un lato, si vorrebbe eliminare o ridurre il cd. "iperaffidamento" sui giudizi di rating, dall'altro, tramite una tale valutazione di affidabilità, si rischierebbe invece, in qualche modo, di accentuarlo.

Daniela Morgante
Magistrato, Corte dei Conti

Domanda da 100 milioni di dollari.

INTERVENTO: La Corte dei Conti ne chiede molti di più!

Daniela Morgante
Magistrato, Corte dei Conti

Perché così siamo sulla stessa lunghezza d'onda!

Scherzi a parte, per meglio chiarire la risposta può essere schematizzata fondamentalmente distinguendo il caso del rating richiesto da quello non richiesto. Allora, nel caso del rating richiesto a mio avviso un rapporto di servizio si può intravedere, soprattutto se il rating è richiesto per una certa durata, perché a quel punto si instaura un rapporto basato su un incarico conferito dall'Amministrazione a un soggetto esterno che ha quei caratteri di stabilità nell'esercizio della funzione conferita, di attestare la solvibilità dell'emittente, che è idoneo a radicare il rapporto di servizio. Rapporto di servizio che appunto comporterebbe una giurisdizione della Corte.

Nel caso del rating non richiesto, invece, concordo con lei sull'assenza di un rapporto di servizio, proprio in quanto non ci troviamo di fronte a un ente pubblico che ha organizzato la prestazione della propria attività avvalendosi funzionalmente di un soggetto privato. Per contro, il soggetto pubblico è semplice soggetto passivo di un'attività di assessment svolta nei suoi confronti dall'agenzia di rating, di sua propria iniziativa: dunque entriamo in una logica di responsabilità o extra-contrattuale o pre-contrattuale, ma comunque civilistica e non amministrativa. Nei confronti dell'investitore si tratterebbe di una responsabilità pre-contrattuale ex art. 1337 del Codice Civile, perché in una qualche maniera l'investitore potrebbe dire, e in effetti su questo c'è già Giurisprudenza della Cassazione e delle Corti di merito, che, nella misura in cui l'investitore è indotto a un investimento o a un disinvestimento sulla base del rating, il soggetto che ha diffuso al pubblico il rating



risponderà nei confronti del pubblico del giudizio che ha dato. Del resto, nel momento in cui l'agenzia di *rating* rilascia un *rating* non richiesto sa già che il suo giudizio avrà un peso sui mercati, avrà un peso sull'atteggiamento degli investitori e quant'altro e quindi il nostro ordinamento prevede un'assunzione di responsabilità anche di tipo pre-contrattuale, cioè per avere indotto un determinato soggetto a una determinata decisione di investire o disinvestire. Nel caso di *rating* non richiesto nei confronti dell'emittente si potrebbe invece ipotizzare una responsabilità extra contrattuale, cioè un 2043 del Codice Civile. Anche in questo caso, trattandosi appunto di *rating* non richiesto, concordo che non è giurisdizione della Corte dei Conti, ma del giudice ordinario.

Sempre sul tema della responsabilità mi volevo invece riagganciare alle tematiche già trattate dai precedenti Relatori sia per quanto riguarda la Consob, sia per quanto riguarda l'Esma. Allora, il punto di vista della responsabilità in una qualche maniera è toccato dallo stesso regolamento che in effetti giustamente ribadisce l'autonomia del giudice e l'autonomia delle Corti nazionali, infatti il regolamento dice proprio che la valutazione di concetti come l'appropriatezza, l'adeguatezza, la colpa grave, il dolo, sono rimesse alle valutazioni dei giudici nazionali. Del resto, le eventuali indicazioni dell'Autorità non potrebbero essere vincolanti per i giudici, perché comunque il parametro di giudizio del giudice è solo quello dell'ordinamento, quindi se non c'è una norma di legge che conferisce un valore vincolante alle indicazioni dell'Autorità, queste in sé non sono vincolanti per il giudice. Tuttavia non dobbiamo tralasciare che le indicazioni delle Autorità di vigilanza, nella misura in cui sono vincolanti per l'agenzia di *rating*, cioè per il soggetto privato che le deve rispettare, diventano un parametro guida del giudizio del Giudice in merito all'apprezzamento della conformità del comportamento del privato ai suoi doveri - contrattuali, precontrattuali, extracontrattuali o di servizio che siano e al parametro di diligenza, professionale, che è tenuto a porre nell'espletamento della propria attività. Quindi pur nella piena autonomia e indipendenza del giudizio delle Corti, è importante per assicurare una effettiva uniformità del diritto vivente che richiamavamo prima, avere dei parametri comportamentali che, pur rivolti agli intermediari e non al giudice, però certamente diventano il parametro della definizione dei doveri di servizio e della misura e modalità della diligenza professionale nell'ambito dell'apprezzamento della Corte dei Conti in sede risarcitoria.

Qui tra l'altro si pongono particolari questioni quanto alla colpa. Infatti, mentre sul disvalore del dolo siamo tutti d'accordo, trattandosi di violazione deliberata delle regole, sul concetto di colpa qualche chiarimento a livello non solo regolatorio, ma anche legislativo potrebbe essere necessario. Infatti, il regolamento comunitario fa riferimento al concetto di colpa grave, però rimettendo agli Stati membri la possibilità di estendere la responsabilità anche alla colpa non grave. In verità, come Corte dei Conti, l'impostazione del nostro giudizio di responsabilità è coerente con quella del regolamento perché in effetti davanti alla Corte dei Conti si può essere chiamati soltanto per colpa grave, quindi è necessaria una violazione macroscopica, una manifesta e profonda negligenza. Non è invece così quanto al giudizio ordinario davanti al giudice civile perché in effetti nel nostro ordinamento davanti al giudice civile si può essere chiamati anche per colpa lieve, con ciò concretizzandosi una fondamentale differenza rispetto al procuratore della Corte dei Conti. Questi, infatti, può anche chiamare in giudizio l'agenzia di *rating*, in ipotesi anche perché non ha tenuto conto di quanto è bella l'Italia, purché però quel non aver tenuto conto di quanto è bella l'Italia sia obiettivamente riconoscibile da un punto di vista di diligenza professionale come una grave violazione metodologica. Se però chi chiama in giudizio l'agenzia di *rating* è per esempio il MEF e magari lo chiama in giudizio non perché non ha tenuto conto di quanto è bella l'Italia, ma perché ha dovuto pagare di più, quindi per quella maggiorazione di tasso d'interesse che ha dovuto pagare sui titoli del debito pubblico, il MEF in effetti potrebbe chiamare in giudizio l'agenzia di *rating* per responsabilità contrattuale, ovviamente nel caso di *rating* richiesto, anche in base a sola colpa, anche non grave. Quindi in effetti davanti al Giudice ordinario il parametro di diligenza in base al quale l'agenzia di *rating* può essere chiamata a rispondere è un parametro minore rispetto alla colpa grave. Quindi anche una violazione più lieve, una violazione metodologica non macroscopica potrebbe essere fonte di responsabilità.

Mutuo qualcosa sull'esperienza dei derivati dove c'è un pochino più di letteratura e di casistica giurisprudenziale, soprattutto nell'ambito del controllo, che è l'ambito in cui me ne sono occupata anch'io. Rileva in particolare il problema metodologico anche per i derivati, per i quali è difficile poter dire qual è il valore equo, quanto meno con quella certezza e incontestabilità che è necessaria in una sede giudiziaria, perché chiaramente le metodologie sono molte e diverse; tanto è vero che il Consiglio di Stato nel famoso giudizio sui derivati del



Comune di Pisa poi fundamentalmente ha ritenuto che la metodologia seguita dalla banca, pur se non inconfutabilmente perfetta, non poteva essere comunque definita come errata. Con la conseguenza che dicevamo prima, cioè per poter condannare o comunque affermare la responsabilità di un soggetto in una Corte giudiziaria, non è sufficiente che si sia fatto ricorso a un metodo migliore o peggiore di un altro, ma è necessario che sia stato un vero e proprio errore metodologico. Dunque mi immagino che, *mutatis mutandis*, traslando l'esperienza dei derivati per la valutazione anche dei comportamenti dell'agenzia di *rating*, che non presenta certo minori difficoltà, non posso che convenire sul fatto che arrivare a una condanna sia un processo molto, molto complesso perché appunto è necessario concretizzare un vero e proprio errore metodologico inconfutabile, errore che, nel caso del giudizio innanzi alla Corte dei conti, deve essere giudicabile come grave in base al metro della diligenza professionale.

Alessandro De Nicola

Presidente, Adam Smith Society

Grazie. Ugo, a te.

Ugo Loser

Amministratore Delegato, Arca SGR

Grazie. Intanto una considerazione quali fruitori del *rating*, ci spaventa un po', se vogliamo, questa possibilità che io chieda a un'agenzia di *rating* di farmi il *rating*, poi me lo abbassa, non mi piace, dico che non sono stati corretti, gli faccio causa, allora io che sono il fruitore non so quanto potermi fidare in effetti dell'agenzia di *rating*, perché se è vero che è pagata da chi emette e poi chi emette alla fine ha delle armi in mano per vincere, mentre io non ne ho, le mie armi sono molto spuntate, è chiaro che mina un po' l'oggettività e l'indipendenza perché prima di fare un *downgrade* io ci penso due volte, magari io *asset manager* mi trovo lungo la posizione, fallisce, lo stesso giorno viene *downgradato*, cosa che abbiamo visto nel passato.

Quindi diciamo che noi siamo abbastanza propensi a creare un sistema per cui la libertà di esprimere giudizi sia massima all'interno di una deontologia, di una correttezza e che l'*accountability*, la responsabilità dell'utilizzo ricada sul fruitore finale che non può esimersi da entrare nel merito di quello che sta facendo.

Proprio su questo punto è chiaro che nel momento in cui da un prodotto altamente sofisticato il giudizio di *rating* in realtà non è altro che un gigantesco *data processing*, è chiaro che quindi in molte situazioni il giudizio è grossolano, questo fa sì che sia fortemente arbitrare e quindi noi in particolare ci siamo distinti, credo, nell'industria per avere preso delle posizioni anche molto importanti contro quello che era la *common wisdom* della situazione creditizia di molti emittenti in particolare sovrani.

E' chiaro che qui entra un tema di quale sistema di incentivi sia nei confronti dei tuoi sottoscrittori, dei tuoi azionisti, sia nei confronti dei *regulators*, perché è chiaro che se un'agenzia di *rating* magari sbagliando o diciamo da il giudizio interno facendo un'enorme stupidaggine fa un *downgrading*, io poi non vendo quel titolo e in realtà l'agenzia di *rating* è stata fortunata e ha avuto ragione e poi io perdo dei soldi, è chiaro che alla fine non seguire la *common wisdom* io ho dei problemi. Ma tu cosa pensavi? Il *regulator* che viene, vede la perdita del povero risparmiatore, mi dice: ma scusa; perché... no? E quindi devi avere degli argomenti molto importanti. Se invece alla fine tu hai venduto quel titolo e poi il mercato è andato su e hai causato, per seguire pedissequamente l'agenzia, una perdita, però alla fine sei trincerato dentro il *rating*; ti dimostro, condivido la metodologia ecc. e quindi questo tema di come ti guardano i *regulator*. E' qui, scusate la complicazione estrema per addetti ai lavori, è chiaro però che la non linearità, la *negative convexity* gioca un ruolo fondamentale. Noi abbiamo avuto dei contenziosi sul nostro prodotto a bassissima volatilità dove ci dicevano: non potete caricare delle commissioni, è un prodotto passivo, l'equivalente di un deposito, state rubando i soldi ai clienti. In realtà sì, i tassi sono al 2% dei depositi, noi abbiamo fatto il 7. Secondo te siamo andati a creare cinque punti oltre le commissioni di *extra performance*, non prendendo rischi. In realtà abbiamo preso una tonnellata di rischio però semplicemente non lineare e quindi finché sta in quell'intorno leva, leva, leva, noi siamo riusciti a creare cinque o sei punti di *carry*, grazie agli arbitraggi che si sono creati. Quindi anche lì, come guardi il prodotto, come guardi, come prendi il rischio, alla fine è chiaro che noi questi arbitraggi sulle aberrazioni che hanno creato le società di *rating* li abbiamo fatti, li abbiamo presi, in realtà non è stato poi semplice giustificare da un lato le



commissioni, dall'altro le *performance*.

E a questo proposito vorrei anche sottolineare che esiste un'industria colossale, che è quella degli *hedge fund* che ha determinato l'andamento dei mercati in molti casi, che è un'industria di grandissimo successo non solo perché è un'industria che è riuscita ad arricchirsi in maniera spropositata, ma perché è un'industria che è riuscita a rimanere fuori da tutti i riflettori. Io credo che intorno a questo tavolo, intorno a questa stanza se chiediamo chi sono i primi dieci *hedge fund* che valgono come Goldman Sachs e JP Morgan messi assieme, nessuno sa rispondere e alla fine si vedono solo ogni tanto le classifiche, il Corriere della Sera che tira fuori il fatto che un certo signore ha guadagnato 800 milioni in un anno ed era un signore assolutamente sconosciuto alla totalità dei professionisti che chiaramente guardano... Ecco, quell'industria è un'industria, secondo me, che può avere spinto moltissimo questo discorso dell'arbitraggio sulle decisioni di *rating*, proprio sapendo, perché una decisione ne esca poi un riaggiustamento di tutti il portafoglio a livello globale, dice io mi posiziono davanti, spingo, spingo, spingo; essendo il modello rozzo e prevedibile in realtà so come andrà a finire il *downgrading* o l' *upgrading* prima o dopo e quindi vediamo questi grossi movimenti negli *spread* e nei mercati che in realtà avvantaggiano questa industria in maniera colossale.

Noi come paese lo sappiamo, siamo andati da 600 a 100 senza che sia cambiato poi in realtà granché. Qualcuno nel frattempo si è arricchito a dismisura e quindi alla fine è chiaro che questo monitoraggio di come si arbitraggia nei modelli delle agenzie di *rating* è una parte molto importante dell'attendibilità di quello che viene proposto e sulle quali dove chiaramente l'attività dei *regulators* poco può, a forse qualcosa di più potrebbe nel cercare di capire appunto il modello di arbitraggio dei modelli... Alla fine il mondo dei CDO alla fine un po' ci insegna come questo può avvenire, Olson e compagnia messi assieme. Grazie.

Alessandro De Nicola
Presidente, Adam Smith Society

Grazie. Credo che anche questa volta sia emersa la dialettica tra quanta regolamentazione e quanta libertà nel mercato e quanta efficienza. Mi prenderò, a fine di questa interessantissima discussione il tema del regolamentatore, nel senso che dico ai nostri relatori che dovranno prepararci una relazione scritta, breve, di cui non giudicheremo il contenuto, ma le metodologie per le quali non saranno ritenuti responsabili non per colpa lieve, né per colpa grave, ma per dolo nel ritardo della consegna, in modo che potremo fare qualche cosa da distribuire a tutti quanti.

Detto ciò, vedo che fuori sono già pronti succhi e così via, ringrazio molto i relatori per essere intervenuti. Grazie ad Arca per averci ospitato anche oggi e grazie a tutti voi per essere rimasti qui fino adesso. Grazie.