

Luigi Prosperetti^(*)

**La possibile responsabilità civile delle società di rating:
alcune riflessioni in chiave economica**

(bozza 12 Ottobre 2012)

Sommario

1. Premessa	1
2. Rating e diligenza dovuta	2
2.1. <i>Il prodotto delle CRA</i>	<i>2</i>
2.2. <i>Il processo produttivo delle CRA</i>	<i>5</i>
2.3. <i>Le proposte della Commissione Europea.....</i>	<i>7</i>
3. Rating, prezzi di mercato e decisioni di investimento: nessi causali per un danno agli investitori	11
4. Accertamento e misura del danno agli investitori.....	13
5. Conclusioni	16
Riferimenti bibliografici	17

1. Premessa

Il dibattito sulla responsabilità civile delle agenzie di rating (CRA) è molto complesso, ed è bene per un economista stare ben alla larga dai suoi aspetti giuridici, strettamente limitandosi alle questioni fattuali.

Queste però non sono poche, ed oltre all'evidente questione della valutazione del danno possono essere significative in sede di accertamento di un comportamento dannoso, e di un nesso causale adeguato. Di queste mi occuperò dunque in questa sede, riferendomi quando opportuno alle recenti proposte di modifica del regolamento 1060/2009.

Discuterò la valutazione di un eventuale comportamento dannoso con riferimento al problema della diligenza dovuta: questo evidentemente è l'angolo più consono ad un economista, ma è anche rilevante sotto il profilo normativo stante gli sforzi della Commissione Europea di definire in

^(*) Ordinario di Politica Economica, Facoltà di Giurisprudenza, Università degli Studi di Milano. Relazione presentata al convegno della Rivista Analisi Giuridica dell'Economia su "Il rating: mito, realtà, narrazioni", Venezia 5 ottobre 2012.

qualche modo tale livello di diligenza. Passerò quindi a discutere i due nessi causali potenzialmente rilevanti per quanto riguarda il rating di titoli scambiati sui mercati finanziari, ovvero quello tra rating e prezzo, e quello tra prezzo d'acquisto e danno. Nell'ultima parte del lavoro mi occuperò brevemente dello schema logico da applicare per la misura del danno nei casi sopra discussi.

2. Rating e diligenza dovuta

Supponiamo che la difesa classica delle CRA (i rating sono pareri, basati su informazioni la cui correttezza non è verificata dalla CRA), non sia considerata valida sul piano giuridico: è possibile allora determinare un livello di diligenza dovuta, non rispettando il quale la CRA può essere civilmente responsabile? Per discutere questo punto, bisogna partire dal prodotto (cosa produce una CRA) e considerare il processo produttivo (come lo produce). Alla luce di questo esame considereremo poi l'approccio regolamentare della Commissione Europea.

2.1. Il prodotto delle CRA

Dal punto di vista sostanziale, un *credit rating* è la valutazione sintetica, *ex ante*, della probabilità che si verifichi un evento (semplificando, il mancato rimborso di un debito), in un determinato arco temporale.

Come giustamente sostengono le CRA, “*a rating is a forward-looking opinion of creditworthiness – not a backward-looking verification of the financial condition of an issuer as conducted by auditors. Given that no one is capable of accurately predicting the future, it will always be the case that some credit ratings will prove, in hindsight, to be inappropriate – that is, a CRA’s opinion about the future creditworthiness of a rated entity or security will turn out not to coincide with the actual (future) facts. It is therefore unreasonable for any party – the issuer, an investor, a regulator or a court – to expect the predictions of a CRA always to come true. Basing liability for a CRA solely on an “incorrect” credit rating would, in addition to being unfair, create an untenable situation – issuers would sue if a credit rating was “too low” and investors would sue if it were “too high”*¹.

D’altro lato (questo le CRA non lo sostengono), se è giusto che la correttezza di *un singolo* rating non è ragionevolmente valutabile *ex post*, è in astratto possibile valutare *ex-post* se *un complesso* di rating esibisca un errore sistematico: considerando un campione sufficientemente numeroso di rating ci si aspetterebbe infatti che ve ne siano talvolta di troppo ottimisti e

¹ “Written evidence from Fitch”, par. 2.4, in House of Lords (2011); affermazioni equivalenti da parte delle altre CRA sono facilmente reperibili.

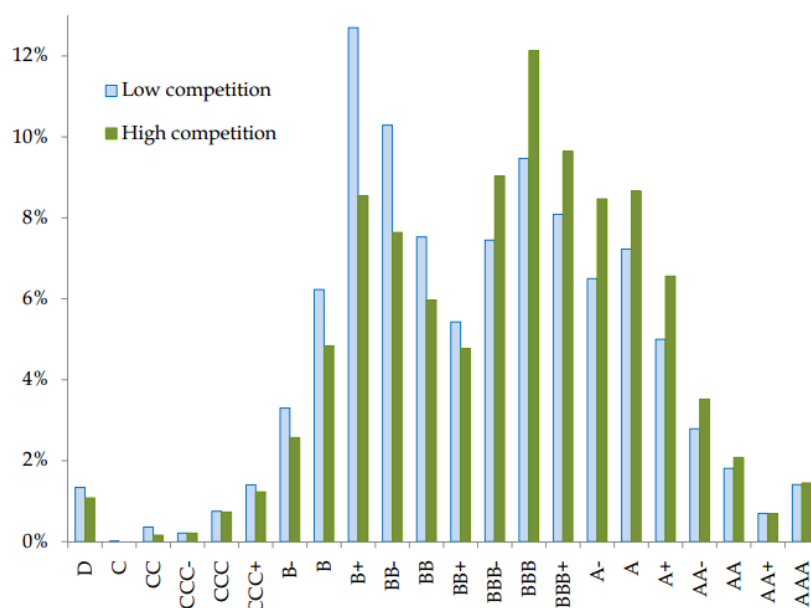
talvolta di troppo pessimisti², ma non vi sia una netta prevalenza degli uni o degli altri. Se invece gli errori tendono ad essere prevalentemente in una direzione, allora vi è una distorsione dei rating, e ciò potrebbe indicare negligenza.

In effetti, vi sono casi in cui emergono distorsioni sistematiche, non soltanto nel caso – celebre e terribile – della crisi del 2008³.

Un risultato alquanto noto mostra ad esempio come l'aumento nel grado di concorrenza tra CRA negli Stati Uniti seguito all'ingresso di Fitch nel 1999 abbia generato negli Stati Uniti una ‘inflazione’ dei ratings (Figura 1), probabilmente perché tutte e tre le CRA hanno cercato di attrarre clienti offrendo rating generosi.

Figura 1: Distribuzione dei rating e quota di mercato del nuovo entrante per settori negli Stati Uniti nel periodo 1995-2006

Firm credit ratings distribution: high and low competition (Fitch market share above and below median)



Fonte: Becker e Milbourn (2011).

Come infatti mostra la figura, che considera un ampio numero di settori diversi, ad una quota elevata del nuovo entrante sono chiaramente associati rating più generosi, tranne che per i due livelli di rating più elevati, e per

² Anche se non è ragionevole attendersi che questi siano necessariamente in proporzioni uguali: ciò si potrebbe verificare soltanto in un campione molto grande.

³ Sul quale si veda in particolare Levin (2011), cap. 5.

quelli inferiori a BBB, ovvero i titoli *non-investment-grade*. La concorrenza sembra quindi avere esplicato i suoi effetti sui livelli di rating nella fascia in cui si concentrano le aziende più interessanti per le CRA, e che nel contempo possono essere sensibili a rating più generosi, come certamente non sono quelle già di livello AAA.

Un altro studio recente, che ha considerato due decenni di rating assegnati alle banche americane ed europee dalle tre principali CRA, conclude che “*we find evidence that larger and more leveraged banks receive systematically more favourable credit ratings, which amounts to an economically significant competitive distortion. Moreover, the risk weights for investment grade bank credit recommended by the Basel accords are shown to bear no relationship to empirical default probabilities*”⁴.

Vi è dunque in questo lavoro evidenza sia di rating erronei (il secondo risultato, non privo d'interesse anche in una prospettiva che consideri solo Basilea) che di rating distorti (il primo risultato).

Vi sono due principali spiegazioni di un *bias* sistematico di questo tipo. Nel lavoro citato, gli Autori prediligono una teoria del *too big to rate*: la distorsione sarebbe spiegata dal potere di mercato delle grandi banche. Ma essa potrebbe risultare invece da meccanismi di *rating shopping*: dato che il rating è spesso volontario, e viene pubblicato soltanto a discrezione dell'impresa richiedente, in caso di rating sgradito questa può cercare di ottenerne uno più favorevole rivolgendosi ad un'altra CRA. Se ha successo, è quest'ultimo che viene pubblicato.

Vi può quindi essere negligenza da parte della CRA soltanto se la prima ipotesi è quella corretta; è però in pratica difficile decidere se davvero questo sia il caso⁵, particolarmente quando si consideri che in genere è disponibile un piccolo numero di rating, che difficilmente può essere considerato statisticamente significativo.

Sintetizzando: considerando un singolo rating o un piccolo numero di rating non è in genere possibile valutare *ex post* se una CRA abbia rispettato la dovuta diligenza. Per farlo occorrerebbe considerarne un numero elevato, su un arco di tempo sufficientemente ampio da consentire di confrontare i rating assegnati *ex ante* con i *default ex post*: ma ciò difficilmente è possibile nel quadro di un contenzioso.

⁴ Hau *et al.* (2012), p.1

⁵ Hau *et al.* (2012) propendono per l'ipotesi indicata in quanto trovano una correlazione tra rating positivamente distorti e le *fees* pagate dalle aziende sottoposte a rating; tuttavia vi è una evidente collinearità tra dimensione della banca e i compensi versati alle CRA, e dunque questo risultato non pare convincente.

Concluderei quindi che dal punto di vista economico non pare possibile, tranne casi particolari, identificare l'esistenza di un comportamento negligente considerando uno specifico rating.

2.2. Il processo produttivo delle CRA

Se è molto difficile valutare l'eventuale negligenza considerando il prodotto, è utile allora considerare il processo produttivo? La risposta è in genere negativa, con due eccezioni di rilievo.

Per l'assegnazione di un *rating* le CRA considerano infatti tipicamente una pluralità di informazioni, quantitative e qualitative, e le combinano utilizzando sia modelli econometrici o matematici, sia modelli interpretativi di tipo logico. Si noti quindi come non sia possibile ridurre il processo che porta all'assegnazione di un rating al calcolo di una probabilità a partire da un certo insieme di dati⁶: il rating è un processo più complesso e sofisticato.

Del resto, chiunque abbia fatto previsioni economiche in situazioni meno difficili, in cui vi siano solo poche variabili rilevanti, la cui interazione è sufficientemente nota, non può che avere chiaro come sia molto difficile valutare se, nel "processo produttivo" della previsione, un economista abbia o meno commesso una negligenza.

Consentitemi di riferire una mia personale esperienza. Trent'anni fa, avevo costruito per la rivista *Materie Prime* indicatori sulle materie prime usate nell'industria italiana e sui loro prezzi, e dovevo trimestralmente commentarli e prevederne l'andamento nei trimestri successivi. Per farlo, ogni volta guardavo le tendenze passate degli indicatori, quelle della produzione industriale per alcuni settori principali, l'andamento delle esportazioni, i tassi di cambio e così via.

Tuttavia, e questo mi pare il punto fondamentale, non necessariamente attribuisco ogni volta il medesimo peso informativo a ciascuno di questi indicatori. Se tornassi indietro difficilmente farei qualcosa di diverso, perché il valore che un economista assegna ad un dato indicatore non è indipendente dal segno di questo, né dai valori che assumono molti altri indicatori, né infine da variabili che poco o nulla hanno a che fare con l'economia: come ignorare gli effetti economici della prospettiva di un nuovo governo Berlusconi?

⁶ Questo è quanto fanno i modelli di *scoring*, che valutano una probabilità di *default* a partire da una moltitudine di dati relativi ad aziende diverse. Ma i modelli di *scoring* sono soltanto uno degli input nel processo di assegnazione di un rating. Come osserva uno dei loro principali proponenti, "In the Enron case, and many others that we are aware of, although [credit scores] were available, losses were still incurred by even the most sophisticated investors and financial institutions. Having the models is simply not enough!"; Altman (2002).

I sistemi economici (ma anche le aziende) sono animali molto complessi, che non necessariamente si comportano più volte nello stesso modo, perché reagiscono a molte variabili quantitative e qualitative, e soprattutto imparano dall'esperienza. Solo nei libri di testo esse si comportano secondo schemi fissi. Per questo, non mi pare ragionevole ipotizzare che sia possibile determinare se vi sia stata negligenza nell'assegnazione di un rating esaminando il processo seguito per la sua produzione, e ho quindi vari dubbi sull'approccio proposto dalla Commissione Europea, come discuterò nel prossimo paragrafo.

E' ragionevole d'altra parte che configuri negligenza la mancata considerazione di dati rilevanti? Da un punto di vista economico probabilmente sì, ma solo quando tali dati avrebbero portato, con un elevato grado di probabilità, a conclusioni sensibilmente diverse da quelle formulate dalla CRA. Ma accertarlo richiede un'analisi complessa del processo effettivamente seguito per assegnare uno specifico rating.

Si noti pertanto che – per valutare questo punto - non appare ragionevole applicare, come spesso fa la nostra giurisprudenza quando si deve occupare di nesso causale, una sorta di logica aristotelica, cercando contraddizioni nel processo logico sottostante⁷. Un'applicazione di questo approccio mi pare l'analisi della Procura della Repubblica di Trani che, nella recente Informazione di Garanzia nei confronti di esponenti di Moody's⁸, ritiene *"in realtà ... inesistenti" "una relazione tra il "rischio Grecia" e la "rischiosità" delle banche italiane, ...[nonché] un rischio di contagio della crisi del debito sovrano della Grecia le banche italiane"*, in quanto, *"come noto all'agenzia di rating ed ai suoi analisti alla stregua dei dati ufficiali a tenore dei quali l'esposizione delle banche italiane nei confronti della Grecia era bassa"*.

Quand'anche l'interpretazione corretta del rapporto di Moody's fosse quella della Procura⁹, credo che per valutare se effettivamente vi sia stato un comportamento (quanto meno) negligente, non è sufficiente accertare:

⁷ Per una discussione sul tema, nell'ambito del danno antitrust, si veda Prosperetti (2012).

⁸ Disponibile all'indirizzo www.federconsumatori.it, sezione "Banche", in allegato al Comunicato Stampa del 23 luglio 2012.

⁹ Osservo infatti che, in base alla citazione del rapporto di Moody's riportata nel provvedimento, non è chiaro se davvero fosse questa la tesi, dato che leggiamo: *"come dimostrato dal recente declassamento di banche greche come risultato della debolezza del debito sovrano greco, il potenziale contagio dei rischi sovrani ai sistemi bancari potrebbe diffondersi ad altri paesi come il Portogallo, la Spagna, l'Italia, l'Irlanda e l'Inghilterra"*: non conoscendo il testo completo del rapporto di Moody's, verrebbe spontaneo interpretarlo in modo diverso da come fa la Procura, ovvero come l'asserzione che così come il debito sovrano greco aveva portato al declassamento delle banche greche, il debito sovrano degli altri paesi menzionati, compresa l'Italia, avrebbe potuto portare al declassamento delle banche italiane. Affermazione da cui è difficile ragionevolmente dissentire.

occorrerebbe invece valutare l'esistenza di un dato, se, nel caso specifico, la CRA può aver avuto o meno un ragionevole motivo per assegnare ad altre informazioni, o ad altre valutazioni, un peso tale da convincerla a non considerare come dirimenti tali "dati ufficiali".

Una seconda eventualità nella quale il processo produttivo del rating potrebbe essere affetto da negligenza è quella in cui la CRA abbia preso a valore facciale dati o informazioni manifestamente non corrette. Non vi è dubbio che questa sia una possibilità concreta nei casi in cui il rating non riguardi il debito sovrano (caso in cui tutti i dati sono ufficiali, e dunque pare difficile ritenere che l'ordinaria diligenza possa spingersi a metterli in discussione). Oggettivamente, tale possibilità non pare poi così astratta perché certamente, in organizzazioni complesse come le CRA, la consapevolezza di una sostanziale immunità da responsabilità civile, potrebbe avere avuto effetti negativi sul grado di attenzione con cui vengono considerate le informazioni fornite dalla propria clientela.

Ma come in pratica si sarebbero dovute verificare queste informazioni? Ci occuperemo nel prossimo paragrafo delle proposte della Commissione Europea, ma è il caso già di sottolineare come le "informazioni" rilevanti per un rating sono in larga misura relative al futuro, dato che è nella maggior parte dei casi assurdo cercare di valutare la possibilità di un default su un arco pluriennale alla luce dei soli dati presenti e passati. Queste informazioni sono allora in larga misura delle previsioni. Non è impossibile certamente valutare la ragionevolezza di una previsione, tipicamente riferendosi a quelle del settore/paese cui appartiene la *rated entity*, ed alla congruenza tra previsioni (ad esempio di vendita) e strutture aziendali esistenti (linee di produzione e reti distributive), ma le variabili che possono vanificare una previsione sono molte e quindi bisogna considerare che spesso, anche esercitando una diligenza dovuta, potranno essere prese per buone previsioni che non si realizzano.

Sintetizzando: un livello di diligenza dovuta non mi appare definibile neppure con riferimento al processo produttivo complessivo che porta all'assegnazione di un rating. Può essere invece talora possibile verificare che una CRA non ha considerato dati rilevanti, o che non ha diligentemente valutato la correttezza di informazioni che ha ricevuto: ciò però richiede un esame dettagliato delle attività compiute (o non compiute) nell'emissione di un particolare rating.

2.3. Le proposte della Commissione Europea

Esaminiamo ora, alla luce della discussione che precede, le misure introdotte dalla Commissione Europea con il regolamento n. 1060/2009, e le proposte di una sua modifica avanzate dalla Commissione stessa nello

scorso novembre, *prima facie* di notevole rilievo in materia di responsabilità civile delle CRA.

Il nuovo articolo 35bis che la Commissione propone infatti di aggiungere al regolamento 1060 prevede al comma 1 l'esistenza di responsabilità civile *“se un’agenzia di rating del credito ha commesso intenzionalmente o per negligenza grave una delle infrazioni di cui all'allegato III che hanno inciso sul rating del credito sul quale un investitore si è basato nell’acquistare uno strumento valutato”*. In tali casi *“l’investitore può promuovere un ricorso contro l’agenzia per i danni subiti.”*¹⁰

Rinviando nel suo *incipit* all'allegato III del regolamento, in parte modificato nella proposta della Commissione, l'articolo adotta una definizione di negligenza che appare minuziosa sul piano organizzativo e comportamentale, ma alquanto generica quando cerca di definire un comportamento negligente nel processo di assegnazione del rating.

Quanto al primo profilo, l'allegato III contiene un dettagliato elenco delle violazioni in materia di conflitti di interesse delle CRA e dei loro analisti e di mancata od ostacolata rotazione degli incarichi di rating, tra CRA e tra analisti, che appaiono nel complesso ragionevoli, anche se gli obblighi di rotazione previsti possono avere benefici (si riducono gli effetti di possibili fenomeni di “cattura” del *rater*), ma anche costi (con la rotazione, si disperde il patrimonio conoscitivo accumulato dal *rater* nei confronti della *rated entity*).

La proposta contiene poi disposizioni generali ragionevoli, ma che non paiono (almeno dal punto di vista economico) configurare vincoli particolarmente stringenti, disponendo che una CRA debba periodicamente controllare e rivedere i propri rating sovrani, e correggere i propri errori.

Di converso alquanto discutibili mi paiono le disposizioni relative alla trasparenza nei processi di rating che dispongono obblighi di notifica all'AESFEM delle modifiche che una CRA *“intende apportare alle metodologie, modelli o ipotesi principali...[ed alle] proposte di nuove metodologie, modelli o ipotesi principali”*, ed inoltre la pubblicazione sul sito Internet delle relative proposte di modifica *“nonché una spiegazione dettagliata dei motivi e delle implicazioni delle modifiche proposte”*¹¹

Dalla discussione che precede, segue infatti che non tutte le *“metodologie, modelli o ipotesi principali”* sono formalizzabili, né tantomeno stabili, come sembra attendersi implicitamente la Commissione quando ne prevede il

¹⁰ Commissione Europea (2011), *Proposta di Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio che modifica il regolamento (CE) n. 1060/2009 relativo alle agenzie di rating del credito*, COM (2011) 747, Bruxelles 15.11.2011, pag. 36.

¹¹ *Ibidem*, pag. 36.

cambiamento dopo una “consultazione delle parti interessate sulle nuove metodologie o le modifiche proposte e sulla loro motivazione”¹².

Di scarsa rilevanza pratica appare anche la prescrizione che la CRA debba “applica[re] effettivamente le misure adeguate a garantire che i rating e le prospettive dei rating che essa emette siano basati su un’analisi accurata di tutte le informazioni di cui dispone e che sono rilevanti per l’analisi da essa condotta in base alle proprie metodologie di rating¹³”: ma cos’è un’analisi ‘non accurata’? Ricordando la discussione che precede, francamente non saprei dirlo.

Né le ulteriori previsioni relative ai rating dei paesi sovrani forniscono qualche lume, ed anzi fanno il contrario. Nel nuovo testo dell'appendice III, punto D, si dispone infatti la preparazione di una “relazione dettagliata che illustra tutte le ipotesi, i parametri, i limiti e le incertezze e qualsiasi altro elemento preso in considerazione ai fini della determinazione del rating o della prospettiva del rating”. Non è difficile scrivere in termini generici un documento di questo tipo, che però naturalmente sarebbe inutile ai fini che la Commissione persegue. Sulla base della discussione che precede, ritengo d'altra parte che sarebbe estremamente difficile scriverlo in termini non generici.

La relazione deve essere poi corredata da “una valutazione dettagliata dei cambiamenti delle ipotesi quantitative che giustificano i motivi del cambiamento del rating e la loro ponderazione relativa.” Ancora, sarebbe facile scrivere una relazione generica, ma è molto difficile scriverne una dettagliata; specificare poi i pesi assegnati ad ogni ipotesi quantitativa è sostanzialmente inutile, perché in pratica i pesi cambiano con frequenza per i motivi che ho sopra discusso.

Né aiuta infine la prescrizione che: “la valutazione suddetta dovrebbe includere una descrizione dei seguenti elementi: reddito pro capite, crescita del PIL, inflazione, saldo di bilancio, saldo dei conti con l'estero, debito estero, un indicatore dello sviluppo economico, un indicatore per l'inadempimento e [ça va sans dire, verrebbe voglia di aggiungere] qualsiasi altro elemento pertinente considerato.”¹⁴ Solo un somaro ignorerebbe infatti

¹² *Ibidem*, pag. 10

¹³ *Ibidem*, nuova sezione III dell'all. 1.

¹⁴ Ulteriori proposte di modifica del Regolamento della Commissione Europea sono volte a migliorare la qualità del rating degli strumenti finanziari strutturati (come i derivati), e cercare contemporaneamente di evitare che gli investitori pongano un “eccessivo affidamento” nelle valutazioni effettuate dalle società di rating per queste tipologie di strumenti finanziari di elevata complessità: la prima (nuovo articolo 8 bis) riguarda l'obbligo per le società emittenti di “rendere pubbliche, in via continuativa, specifiche informazioni sui prodotti finanziari strutturati, in particolare sugli elementi principali degli aggregati di attività [---] necessarie agli investitori per produrre le proprie valutazioni del credito senza dover fare affidamento su rating esterni”; la seconda (nuovo articolo 8 ter)

questi fattori valutando il merito di credito di uno Stato sovrano, ma il problema è che, tranne in casi davvero rari, ciascuno di essi si muove in direzioni diverse, e la valutazione complessiva risultante dal loro esame non può che essere influenzata da un inevitabile elemento fortemente soggettiva.

D'altro lato, notevoli perplessità sotto il profilo fattuale pongono anche alcuni dei vincoli posti dal regolamento in materia di controllo della qualità dei dati utilizzati dalle CRA. Il considerando 35 del regolamento prevede infatti che una CRA *“dovrebbe poter prevedere, tra l'altro, l'affidamento a bilanci oggetto di revisione indipendente e comunicazioni al pubblico, verifiche da parte di prestatori di servizi di buona reputazione, controlli di campioni aleatori delle informazioni ricevute”*¹⁵

Ora, l'impiego di bilanci certificati è ragionevole, e sarebbe in effetti sorprendente che essi non fossero utilizzati: tuttavia, spesso, i bilanci sono del tutto insufficienti ad una prognosi sul rischio di *default*, e peggio ancora possono essere corretti sotto il profilo civilistico, ma fuorvianti sotto quello sostanziale. Prescrivendone con decisione l'utilizzo come fa la Commissione, mi pare si potrebbe introdurre per questa via una limitazione all'attività delle CRA, in qualche modo disponendo che esse *debbano affidarsi* ai bilanci ufficiali: il che, anche alla luce dell'esperienza recente, non pare ragionevole.

Le “verifiche” ed i controlli a campione sulle informazioni ricevute, per dare risultati affidabili, dovrebbero essere qualitativamente molto diversi da quelli condotti dagli *auditors*, dovendo dedicare particolare attenzione – ad esempio - alle previsioni di vendita e di produzione, nonché certamente ai crediti ed ai debiti, effettivi e potenziali, e al merito dei creditori. Non si tratta insomma soltanto di verificare *ex post* la veridicità e la correttezza delle poste di un bilancio d'esercizio, come normalmente fa una società di revisione, ma di verificare *ex ante* la correttezza delle aspettative della società in materia di andamenti produttivi e flussi finanziari futuri. Dubito fortemente che ciò sia possibile, se non in casi eccezionali, a fronte di costi considerevoli, e di una notevole *disruption* dell'attività del management di un'azienda.

Forse più utile appare la previsione di *“o disposizioni contrattuali che stabiliscono chiaramente la responsabilità dell'entità valutata o di terzi ad essa collegati qualora le informazioni fornite a titolo del contratto siano notoriamente sostanzialmente false o fuorvianti o qualora l'entità valutata o*

obbliga le società emittenti, qualora intendano sollecitare un rating di uno strumento finanziario derivato, “di incaricare due agenzie di rating del credito, indipendenti l'una all'altra, di emettere parallelamente due rating del credito sui medesimi strumenti finanziari strutturati”

¹⁵ Regolamento (CE) n. 1060/2009 del Parlamento Europeo e del Consiglio, 16.09.2009, pag. 10.

*terzi ad essa collegati non abbiano condotto, come previsto dal contratto, una vigilanza adeguata circa l'accuratezza delle informazioni"*¹⁶. Tuttavia, anche questa non pare efficace per quanto riguarda l'attendibilità di previsioni che siano fornite alla CRA, che come abbiamo visto sono un elemento di frequente indispensabile per l'assegnazione di un rating.

Concludo che il tentativo della Commissione di definire una diligenza dovuta con riferimento al processo di assegnazione di un rating non sembra particolarmente efficace: quanto si prescrive in materia di trasparenza, tenendo conto delle concrete procedure seguite dalle CRA, si tradurrà in voluminosi, ma generici, documenti; le prassi indicate per verificare la qualità di dati utilizzati sono inefficaci per quanto riguarda le previsioni.

3. Rating, prezzi di mercato e decisioni di investimento: nessi causali per un danno agli investitori

Se un comportamento dannoso è stato in qualche modo accertato, il passo successivo per la sussistenza di un possibile danno a chi abbia investito in un titolo *rated* richiede di accertare che il rating abbia influito sul prezzo di qualche titolo o strumento finanziario, e che il prezzo, così influenzato dal rating, abbia generato un danno all'acquirente del titolo o dello strumento, che ha pagato un prezzo (in qualche senso del termine) "troppo elevato", o ha venduto ad un prezzo (ancora in qualche senso) "troppo basso".

E' su di tale accertamento che si focalizza il nuovo articolo 35bis che la Commissione propone di aggiungere al regolamento 1060. Questo prevede infatti l'esistenza di responsabilità civile quando ricorrano due condizioni cumulative:

- la violazione del disposto del regolamento ha "*inciso sul rating del credito*", e ciò si presume, panglossianamente, "*se il rating che l'agenzia ha emesso è diverso da quello che avrebbe emesso se non avesse commesso l'infrazione*";
- su tale rating "*investitore si è basato nell'acquistare uno strumento valutato.*"

Se poi "*l'investitore accerta fatti dai quali si può dedurre che un'agenzia di rating del credito ha commesso una delle infrazioni di cui all'allegato III, spetta all'agenzia dimostrare di non aver commesso l'infrazione o che l'infrazione non ha avuto un impatto sul rating emesso*", e dunque il comma 4 inverte l'onere della prova.

La proposta appare severa nei confronti delle CRA sotto il profilo della prova dell'*an*, ma nel contempo impone un onere probatorio

¹⁶ *Ibidem*, pag. 10.

sostanzialmente diabolico sugli attori potenziali, che devono dimostrare di essersi basati su quel rating nell'acquistare “il titolo valutato”. Nella maggior parte dei casi la decisione di acquisto sarà infatti stata basata su una pluralità di fattori, tra cui il rating certamente entra con un ruolo di rilievo, ma non è l'unico fattore. Non credo quindi sarebbe particolarmente difficile per una CRA argomentare che non vi è un nesso causale sufficientemente immediato e diretto tra rating e decisione di acquisto.

Ma in realtà richiedere una tale prova appare dal punto di vista economico errato, perché ignora l'efficienza dei mercati finanziari: come mostrano alcuni decenni di dibattito americano sull'opportunità di sostituire la teoria della *fraud on the market* alla nozione di *reliance*, nelle liti riguardanti i prodotti finanziari scambiati su mercati regolamentati, questo è un punto fondamentale dal punto di vista della causazione.

La giurisprudenza americana ha infatti da tempo accettato la *fraud on the market theory*, secondo la quale è ragionevole presumere che il prezzo, su un mercato ragionevolmente efficiente (ad esempio un mercato regolamentato), incorpori tutte le informazioni disponibili a quel momento sul titolo o sul suo emittente. Come ha osservato la Corte Suprema americana nel caso *Basic Inc. v. Levinson*, “an investor who buys or sells stock at the price set by the market does so in reliance on the integrity of that price. Because most publicly available information is reflected in market price, an investor's reliance on any public material misrepresentations, therefore, may be presumed”¹⁷.

Mediante tale presunzione, viene sostanzialmente alleviato l'onere della prova in capo all'attore, che non deve più provare che la sua decisione di acquisto si è basata sull'informazione erroneamente fornita al mercato (condizione nota come *transaction causation*)¹⁸; l'investitore deve comunque provare una *loss causation*, ovvero di aver registrato una perdita in seguito alla decisione di investimento.

La teoria della *fraud on the market* è un'applicazione della teoria dei mercati efficienti, che è stata messa in discussione nell'ultimo decennio in campo accademico dagli sviluppi dell'economia comportamentale, e dal punto di vista pratico, più recentemente, dalle inefficienze apparse evidenti nei mercati finanziari¹⁹.

Tuttavia, sarebbe errato ritenere che gli innegabili problemi della teoria economica dei mercati efficienti compromettano la ragionevolezza della

¹⁷ *Basic, Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224, S.Ct. (1988), par. 26.

¹⁸ Una tale presunzione è particolarmente importante negli Stati Uniti, perché consente di ritenere che ci sia una sufficiente *commonality* tra i partecipanti a un'azione di classe, e dunque che sussista una delle fondamentali condizioni necessarie perché l'azione sia *certified*, e possa procedere dopo lo stadio iniziale del giudizio.

¹⁹ Si vedano le varie critiche di Fisher (2005).

teoria giuridica della *fraud on the market*. La teoria dei mercati efficienti ha infatti tre principali versioni:

- quella debole, secondo la quale il prezzo di un titolo scambiato sul mercato organizzato riflette in ogni momento tutte le informazioni disponibili fino a quel momento;
- quella semi-forte, secondo la quale il prezzo cambia istantaneamente quando sono pubblicamente disponibili nuove informazioni
- quella forte, secondo la quale tali aggiustamenti avvengono non soltanto quando si rendono disponibili informazioni pubbliche, ma anche informazioni private.

Semplificando problemi alquanto complessi²⁰, è ragionevole affermare che la versione debole della teoria è in larga misura confermata dai fatti, mentre al contrario la versione forte appare principalmente una dichiarazione di principio. Ma per la *fraud on the market theory* è la versione debole che è sufficiente: se il prezzo di mercato riflette tutte le informazioni note al momento in cui il prezzo si forma (questa è la versione debole) allora necessariamente una transazione che avviene ad un dato prezzo riflette un'informazione distorta che sia stata fornita al mercato. Quindi non è necessario provare un nesso causale tra notizia e prezzo, perché il prezzo incorpora sempre e comunque la notizia, e quindi nel nostro caso incorpora il rating. Non è parimenti necessario provare un nesso causale tra notizia e decisione di acquisto, che è stata presa considerando il prezzo, il quale incorpora ogni notizia disponibile, e dunque anche il rating: come scrive Posner (2003) la *fraud on the market theory* è “*the economically correct answer*”.

La presunzione prevista dalla teoria è refutabile, ciò che è in pratica significativo per i grandi investitori, che – è ragionevole assumere – si basano sia sul prezzo di mercato, sia su proprie informazioni e capacità analitiche²¹. Ma per i piccoli investitori, la teoria è molto probabilmente corretta, e la presunzione è difficile da refutare: in assenza di una presunzione che tenga conto di essa, in pratica sarà impossibile per i piccoli investitori vedersi mai riconosciuto che essi abbiano patito per effetto di un comportamento dannoso da parte di una CRA.

4. Accertamento e misura del danno agli investitori

Supponiamo che sia stata accertata sul piano giuridico la responsabilità di una CRA, e la sussistenza di nessi causali adeguati.

²⁰ Si veda, *ex multis*, il recente contributo di Malkiel (2011).

²¹ Si veda la discussione in Erenburg *et al.* (2009).

Per la sussistenza di un danno risarcibile ciò non è sufficiente, dato che - anche se un rating troppo alto si è riflesso in un prezzo troppo alto, e un investitore ha comprato il titolo a quel prezzo - non è detto che questi abbia subito un danno.

La questione è stata a lungo discussa nelle Corti americane, e chiaramente decisa dalla Corte Suprema nella sentenza *Dura Pharmaceuticals v. Michael Broudo*²², nella quale essa ha statuito che “*normally ... an inflated purchase price will not itself constitute or proximately cause the relevant economic loss.... the logical link between the inflated share purchase price and any later economic loss is not invariably strong. ... If the purchaser sells later after the truth makes its way into the market place, an initially inflated purchase price might mean a later loss. But that is far from inevitably so. When the purchaser subsequently resells such shares, even at a lower price, that lower price may reflect, not the earlier misrepresentation, but changed economic circumstances, changed investor expectations, new industry specific or firm-specific facts, conditions, or other events, which taken separately or together account for some or all of that lower price.*” Ancora, “*given the tangle of factors affecting price, the most logic alone permits us to say is that the higher purchase price will sometimes play a role in bringing about a future loss. It may prove to be a necessary condition of any such loss ... but, even if that is so, it is insufficient.*”

Dal punto di vista economico, i criteri fissati in *Dura* sono ragionevoli. “*The market’s acknowledgement of prior misrepresentations*”²³ è una condizione necessaria, non sufficiente, per l’esistenza di un danno: fino a quando il titolo non viene venduto al prezzo più basso che ora il mercato riconosce al titolo, l’investitore patisce una *paper loss*, non un danno emergente. L’acquisto a prezzi inflazionati non è condizione sufficiente anche per un secondo e distinto motivo: c’è infatti un *tangle* (un groviglio) di fattori economici che possono influenzare il prezzo, oltre alla correzione della *misrepresentation*, la cui influenza deve essere distinta da quella di quest’ultima.

L’esistenza di un danno risarcibile quando una notizia non corretta (come un rating troppo generoso) ha distorto il prezzo di un titolo verso l’alto richiede quindi che: (a) il titolo sia stato acquistato quando la notizia aveva ancora un’influenza percepibile sul prezzo, e (b) venduto quando la correzione della notizia aveva ancora un’influenza percepibile sul prezzo.

²² *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo*, 544 U.S. 336 S.Ct. (2005), par. II A.

²³ Come scrive la Corte d’Appello americana in *D.E. & J. Limited Partnership v. Conaway*, 133 F. App’x 994 (6th Cir.) 2005. Per un dibattito su *Dura*, si veda Fox (2006), Olazabal (2006) e la panoramica nel recente Erdlen. Per le sue conseguenze sulle metodologie di stima del danno, Tabak (2007).

Quando la notizia non corretta ha distorto il prezzo verso il basso (un rating troppo ingeneroso) sarà per contro necessario dimostrare che questo ha influenzato il prezzo di vendita di un titolo acquistato in passato.

Da un punto di vista economico, è poi possibile che un danno vi sia stato quando la notizia, o la sua correzione, abbiano causato un minor apprezzamento, o un maggior deprezzamento, del titolo. Tuttavia appare probabile che la radicata avversione delle corti europee nei confronti di un possibile arricchimento senza causa dell'attore rendano problematico il successo di *claim* di questo tipo. Non ce ne occuperemo pertanto in questa sede.

Analizzando per semplicità il secondo dei casi sopra indicati, chiediamoci dunque come calcolare il danno patito allorché, al momento della vendita di un titolo, il suo prezzo rifletteva un rating ingiustificatamente ingeneroso.

A questo fine è in primo luogo necessario verificare che, al momento della vendita, il prezzo fosse, o fosse ancora, influenzato dal rating. Se la vendita è avvenuta nelle ore immediatamente successive alla pubblicazione del rating ciò è in genere presumibile. Ma se la vendita è avvenuta giorni, o addirittura settimane, più tardi, occorre valutare se (meglio: in quale misura) il prezzo rifletteva ancora la notizia, e non invece altre informazioni, sul titolo o sull'emittente, che si erano rese nel frattempo disponibili.

Se infatti la teoria dei mercati efficienti afferma che i prezzi riflettono in ogni momento le informazioni disponibili, ciò è da intendersi in senso letterale solo se non vi sono costi di transazione, o altre imperfezioni del mercato, che nella realtà certamente esistono, e che pertanto possono generare ritardi tra una notizia e il riflesso di questa sul prezzo di un titolo.

Un interessante "esperimento naturale" sulla persistenza degli effetti delle notizie sui prezzi dei titoli è quello condotto da Carvalho *et al.* (2011) che hanno studiato l'andamento del prezzo delle azioni United Airlines quando, nel settembre 2008, ricomparve per errore su un sito Internet un articolo del 2002 che parlava del fallimento della sua controllante. La falsa notizia generava una perdita immediata di circa il 76% del prezzo del titolo. Nonostante la sua falsità fosse ovvia, e rapidamente comunicata al mercato, l'azione chiudeva la seduta con una perdita dell'11%, ed erano necessarie circa sette sedute di borsa perché il suo valore tornasse all'interno di una banda di oscillazione relativamente "normale".

Secondo questa analisi, una notizia - anche se manifestamente falsa, ed immediatamente rettificata - ha dunque avuto un effetto discernibile sul prezzo per circa una settimana. E' quindi ragionevole presumere che una notizia non manifestamente infondata, e che non sia immediatamente corretta, abbia effetti sui prezzi per alcuni giorni.

La questione può comunque essere risolta empiricamente ricorrendo – come abitualmente fanno le Corti americane in questi casi - ad *event studies* basati sulla seguente metodologia²⁴: se T è il giorno in cui è stata resa nota la notizia, viene dapprima stimato un modello econometrico che pone in relazione, per un periodo precedente a T, il prezzo di mercato del titolo con alcuni indicatori, quali tipicamente un indice generale di mercato e uno o più indici settoriali. Un modello di questo tipo può essere direttamente basato su un Capital Asset Pricing Mode (o CAPM), o su modelli più complessi²⁵.

I parametri del modello vengono quindi utilizzati per simulare il prezzo *but for*, ovvero quale sarebbe stato il prezzo del titolo, per un certo periodo successivo al giorno T, qualora la notizia in questione non fosse stata comunicata al mercato.

Per ciascuno dei giorni di questo periodo, la differenza tra il valore previsto del modello ed il valore effettivo osservato sul mercato fornisce una prima stima dell'impatto della notizia sul prezzo. Se tale differenza è significativa²⁶, si può ritenere che l'effetto della notizia influenzi, in quel giorno, il prezzo.

Se un titolo acquistato in passato viene venduto nel periodo in cui la notizia influenza - negativamente, come ipotizzato – il prezzo, il risparmiatore patirà un danno emergente pari alla differenza tra prezzo di acquisto e prezzo di vendita.

5. Conclusioni

In questo lavoro ho sinteticamente esposto quello che mi pare l'economia possa dire in materia di responsabilità civile delle CRA, sotto il profilo della valutazione di un eventuale negligenza nel processo di rating, dei nessi causali tra rating e prezzi di mercato, e delle metodologie per la valutazione di un eventuale danno. Nei limiti dell'angolo visuale qui adottato, o anche brevemente discusso alcuni aspetti del regolamento 1060/2009, e della

²⁴ Quella che segue è una discussione semplificata. Per maggiori dettagli, si veda l'utile rassegna di Erdlen (2011) e la relativa bibliografia. Tabak (2007) discute in particolare i principali aspetti economici rilevanti.

²⁵ Ricordando le critiche alla teoria dei mercati efficienti, su cui si basa il CAPM, sopra brevemente richiamate, giova sottolineare che - dal punto di vista empirico – ciò che conta non è tanto se il modello fornisca o meno una corretta interpretazione del rapporto rischio/rendimento in generale, ma se esso fornisce una ragionevole descrizione dei dati nel periodo rilevante.

²⁶ In genere si considera come significativa una differenza superiore a due deviazioni standard dalla media.

proposta di modifica di tale regolamento avanzata dalla Commissione Europea nel novembre 2011.

Sintetizzando:

- a) non pare possibile nella maggioranza dei casi determinare un livello di diligenza dovuta nelle attività di una CRA, se non in limitati casi in cui essa non abbia tenuto conto di informazioni rilevanti di cui disponeva o poteva disporre, oppure in cui essa abbia basato il proprio giudizio su dati manifestamente errati;
- b) quando sia accertato il carattere dannoso di un rating, da un punto di vista economico non è ragionevole porre in capo all'attore l'onere di provare che il rating abbia inciso sul prezzo, a cui un risparmiatore abbia comprato o venduto, a seconda dei casi, il titolo: la "versione debole" della teoria dei mercati efficienti, versione in larga misura confermata da molteplici analisi empirica, ci assicura infatti che ogni notizia pubblicamente disponibile si rifletta nel prezzo;
- c) pertanto, non è ragionevole porre in capo all'attore neppure l'onere di provare che, nella sua decisione di investimento, egli si sia basato sul rating: ciò deve essere presunto, perché il prezzo incorpora ogni notizia disponibile, è dunque certamente anche il rating.

Per questi motivi, difficilmente avrà effetti concreti la proposta di modifica della Commissione del regolamento 1060, prevedendo esplicitamente l'esistenza di una responsabilità civile in capo alle CRA: se infatti teoricamente tale responsabilità verrà ad esistere, in pratica sarà estremamente difficile che mai una CRA sia chiamata a risarcire un danno.

Riferimenti bibliografici

Altman, E. (2002), *Revisiting Credit Scoring Models in a Basel 2 Environment*, NYU Working Paper No. FIN-02-041, disponibile al sito internet: <http://ssrn.com/abstract=1294413>.

Becker, B., Milbourn, T. (2011), *How did increased competition affect credit ratings?*, in "Journal of Financial Economics", vol. 101(3), Elsevier.

Carvalho, C., Klagge, N., Moench, E. (2011) *The Persistent Effects of a False News Shock*, FRB of New York Staff Report No. 374, disponibile al sito internet <http://ssrn.com/abstract=1408169>.

Erdlen, A. (2011), *Timing is everything: Markets, Loss and Proof of Causation in Fraud on the Market Actions*, in "Fordham Law Review", vol. 80 (2).

- Erenburg, G., Smith, J., Smith, R., (2009), *The Paradox of 'Fraud-on-the-Market Theory': Who Relies on the Efficiency of Market Prices?*, Robert Day School of Economics and Finance Research Paper No. 2008-2. disponibile al sito internet <http://ssrn.com/abstract=1138018>
- Fisher, W. (2005), *Does the efficient market theory help us do justice in a time of madness ?*, in "Emory Law Journal", vol. 54 (2).
- Fox, M. (2006), *After Dura: Causation in Fraud-on-the Market Actions*, in "Journal of Corporation Law", Vol. 31, N. 3.
- Hau, H. (2012), *Bank credit ratings: what determines their quantity?*, forthcoming ottobre 2012, disponibile al sito internet http://www.haraldhau.com/EP_Bank_credit_rating_Update_June_2012.pdf
- House of Lords (2011), *Economic and financial affairs and international trade sub-committee*, disponibile al sito internet <http://www.parliament.uk/documents/lords-committees>.
- Levin, C. (2011), *Wall Street and the Financial Crisis: Anatomy of a Financial Collapse*, Permanent Subcommittee on Investigations, United States Senate, 13 Aprile 2011.
- Malkiel, B. (2011), *The efficient-market hypothesis and the financial crisis*, disponibile sul sito internet <http://www.russellsage.org>.
- Olazabal, A.M. (2006), *Loss Causation in Fraud on the Market Cases Post-Dura Pharmaceuticals*, in "Berkley Business Law Journal", Vol. 3, n. 2.
- Petit, N. (2011), *Credit Rating Agencies, the Sovereign Debt Crisis and Competition Law*, August 17, 2011, disponibile al sito internet: <http://ssrn.com/abstract=1909910>.
- Posner, R. (2003), *Economic Analysis of Law*, 6 ed., Aspen Publisher.
- Prosperetti, L. (2012), *Porcospini affettuosi: alcuni problemi di prova e misura del danno antitrust tra economia e diritto*, in "I rimedi civilistici agli illeciti anticoncorrenziali. Private enforcement of competition law" (curatori G. Benacchio - M. Carpagnano), Cedam 2012.
- Tabak, D. (2007) *Inflation and Damages in a Post-Dura World*, disponibile al sito internet <http://ssrn.com/abstract=1017334>.