

Alcuni tra i maggiori avvocati d'affari che si occupano di finance avanzano le loro proposte

Rating, occorrono nuove regole

Anche per poter individuare la responsabilità delle agenzie

Pagina a cura
di FEDERICO UNNIA

Sono lo spauracchio di risparmiatori, governi nazionali, banche centrali, autorità politiche.

Stiamo parlando delle agenzie di rating, i cui giudizi, se trattati di impetose bocciature, scatenano il panico nelle borse, bruciando miliardi di euro di ricchezza. È di poche settimane fa il downgrade del debito Usa.

Che fare per porre un rimedio a questa incontrastabile minaccia? Da più parti si avanza l'ipotesi di costituire a livello europeo un'azione di responsabilità per previsioni non corrette. «Sono favorevole a che si compia questo passo. Al personale tedio di udire continui piagnistei e invettive senza che nessuno muova dito si aggiunge ora una situazione drammatica», dice **Emilio Girino**, partner dello studio legale **Ghidini Girino Associati** di Milano.

Sua la proposta di un disegno di legge che prevede l'estensione alle agenzie, oggi esenti, della regola sulle raccomandazioni di investimento che obbliga chi le produce a dar conto alla Consob della loro ragionevolezza. E ancora, attribuire azione diretta anche extracontrattuale ai singoli emittenti ed investitori invertendo l'onore della prova e ponendo a carico dell'agenzia (come avviene già oggi per le banche e le sim), infine, diffondere giudizi errati o interessati integra ipotesi di manipolazione del mercato. Il tutto accompagnato da una forte accelerazione sulle pene, da sestuplicare nel caso in cui il manipolatore sia un'agenzia. Insomma, mano dura.

«Il mercato negli ultimi anni ha dato una valenza sbagliata ai giudizi di rating, considerandoli al pari di una certificazione che rende superflua qualsiasi altra analisi o valutazione da parte degli investitori. L'assunto di partenza deve essere che si tratta appunto di giudizi, che possono certamente essere tenuti in considerazione tra i vari elementi valutativi, ma che sono suscettibili per loro natura di errore e pertanto vanno relativizzati», dice **Marco Zaccagnini**, socio del dipartimento

Capital Markets dello studio legale **Gianni, Orioni, Grippo & Partners**. «Avrei forti riserve sul fatto che favorire la responsabilità civile delle agenzie di rating verso gli investitori sia un fatto positivo per il mercato. Il rischio è che si finisca con il ridurre ulteriormente la concorrenza in un settore già sufficientemente monopolizzato, e in ultima analisi il livello d'informativa agli investitori».

Di opinione diversa **Eugenio Barcellona**, socio dello studio **Pedersoli** di Torino, secondo il quale «l'unico strumento per allineare la prestazione dei raters

agli interessi degli investitori è quello della responsabilità civile. Senza un efficace regime di responsabilità, l'accondiscendenza dell'agenzia di rating verso il management dell'emittente diventa drammaticamente strutturale». Secondo Barcellona, già oggi il diritto italiano consente, sulla base dei principi generali, di affermare la responsabilità civile dell'agenzia di rating che fa male il proprio mestiere. Una norma ad hoc non è, quindi, strettamente necessaria. «Risanare il mondo sostanzialmente corrotto del rating è una grande urgenza».

La creazione di un'Agenzia di rating europea e l'introduzione di uno standard europeo di responsabilità civile per tali società appaiono certamente iniziative importanti. «Non si deve trascurare che per un verso occorrerà prestare la massima attenzione a dosare con equilibrio l'intervento, onde evitare che la conseguenza sia poi l'emissione, da parte delle agenzie, di giudizi ancora più restrittivi per gli emittenti dei titoli del debito connotati da alto rischio», spiega **Gabriele Baldi**, partner studio **LS Lexus Sinacta**. Per altro verso, aggiunge Baldi, «è indubbio che sia sempre più avvertita

l'esigenza di regolare, a livello europeo, gli istituti generali della responsabilità civile, per pervenire a una codificazione comunitaria nel settore. Si tratta di una sfida molto interessante».

Per **Lucia Calvosa**, avvocato a Pisa, professore ordinario di Di-

ritto commerciale all'Università di Pisa, ex Presidente della Cassa di Risparmio di San Miniato spa e da pochi giorni componente del Cda di Telecom, occorrerà valutare con equilibrio il grado di colpa al quale ancorare tale responsabilità. «Del resto si comincia anche a parlare, credo fondatamente - di una possibile responsabilità anche per le

errate previsioni meteorologiche, per l'effetto che queste possono avere sull'attività turistica. Per una maggiore trasparenza e sicurezza del mercato potrebbe pensarsi all'attribuzione, in via esclusiva, di questo delicato ruolo ad alcune autorità indipendenti, a livello nazionale e sovranazionale».

Per **Mauro Umberto**, partner dello studio **Norton Rose**, la valutazione dei rischi collegati alle operazioni oggetto delle analisi delle agenzie di rating non può, per sua natura, considerarsi matematicamente oggettiva, svolgendosi sulla base di criteri di valutazione e metodologie specifici per ogni agenzia.

Tuttavia, l'introduzione di un'agenzia di rating europea, proposto dalla Commissione Europea, potrebbe rappresentare un passo in avanti verso una maggiore trasparenza e sicurezza del mercato finanziario. «Ricordo che il Regolamento CE n.1060/2009 del Parlamento Europeo e del Consiglio ha già stabilito dei requisiti di integrità, trasparenza, responsabilità, buona governance e affidabilità delle attività di rating del credito. Tale regolamento persegue lo scopo di migliorare la qualità dei rating emessi in Europa e di incrementare il grado di protezione degli

investitori stabilendo le condizioni per l'emissione dei rating e promuovendo l'indipendenza delle agenzie e la prevenzione dei conflitti di interesse».

Guardando al nostro ordinamento, **Ermanno Cappa**, of Counsel, partner dello studio **Legale La Scala**, «Senza che vi sia bisogno di introdurre ulteriori discipline, la responsabilità per giudizi avventati o in mala fede è già insita nel principio del «neminem ledere».

Si tratta di prevedere una riserva di questo tipo di attività, a determinati soggetti che, compatibilmente con evidenti problemi di coordinamento fra legislazioni domestiche ed europee, potrebbero essere ob-

Negli Usa nel mirino c'è S&P

Guerra negli States alle agenzie di rating. Il Dipartimento di giustizia americano, secondo quanto riportato nei giorni scorsi dal *New York Times*, starebbe indagando sui giudizi attribuiti da Standard & Poor's ai mutui immobiliari concessi negli Usa prima dello scoppio della crisi dei subprime nel 2007, mutui che vennero ricollocati sul mercato sotto forma di cartolarizzazioni dotate dei migliori voti da parte delle agenzie di rating. L'inchiesta, condotta anche dalla Securities and exchange commission, sarebbe iniziata da diversi mesi, prima quindi che S&P si facesse molti nemici negli Usa abbassando il 5 di agosto il rating sovrano del paese da AAA ad AA+. Non si sa se indagini analoghe siano state avviate anche nei confronti delle altre principali agenzie di rating, cioè Fitch e Moody's, però punterebbero a verificare se sussiste il sospetto di un conflitto d'interesse fra manager delle agenzie di rating e analisti. Se dalle indagini emergesse che l'indipendenza del giudizio degli analisti da considerazioni di carattere finanziario per l'azienda era venuto meno, la responsabilità, sia in sede civile che penale, dell'agenzia sarebbe enorme. Nel dibattito in corso sulla riforma del sistema di rating avviata dalla legge di riforma del comparto finanziario Dodd Frank è proprio quella di ridurre la dipendenza dai giudizi delle agenzie di rating. Un risultato ottenibile, per esempio, ponendo le agenzie sullo stesso piano di responsabilità giuridica delle società di revisione contabile.

bligatoriamente iscritti in una sorta di albo comunitario. «A livello europeo occorrerebbe riacordare la materia del rating con la disciplina dei rischi sistemici, ove trovano fin d'ora spazio determinate autorità, quali la Banca Centrale Europea, con una disciplina riconducibile alla direttiva comunitaria n.78/2010».

L'alternativa alla creazione di strumenti comunitari ad hoc va ricercata all'interno del nostro ordinamento giuridico, spiega Cappa, «anche in varie disposizioni sparse nel firmamento normativo bancario-finanziario, ad esempio nel Tub (Testo unico bancario) e nel Tuf (Testo unico finanziario) che prevedono una serie di strumenti di tutela del mercato e potestà di controllo nonché sanzionatorie, che in questa sede non vi è spazio nemmeno per una catalogazione. Gli strumenti, in sostanza, non mancano, nemmeno sotto il profilo penalistico. Occorre però la volontà di applicarli».

Insomma, una partita tutta da giocare nel nome della massima trasparenza. «Dovrebbero essere impostate azioni concrete, coordinate a livello sovranazionale, per porre la parola fine al regime oligopolistico rappresentato dalle agenzie di rating. Dubito che la strada giusta sia la creazione di un'agenzia di rating europea, perché finirebbe per inasprire, anziché risolvere, il confronto in corso sul tema tra le due sponde dell'Atlantico,

peraltro a scapito della qualità», spiega **Giovanni Carotenuto**, of counsel di **Orrick**. «Andrebbe rafforzata la trasparenza delle informazioni fornite dall'emittente circa gli strumenti finanziari oggetto di rating. Fornire tali dati non solo all'agenzia di rating incaricata, ma al mercato nel suo insieme promuoverebbe la concorrenza tra

agenzie di rating, migliorerebbe la qualità del rating stesso e accrescerebbe la capacità degli investitori di sviluppare proprie analisi di rischio, diminuendo al tempo stesso la dipendenza dai rating emessi da una sola agenzia», conclude Carotenuto.

Resta un dubbio: come si liquiderebbe il danno da rating scorretto? Secondo Girino «Come ogni altro danno, considerando il concorso causale della valutazione del rater, stabilendo cioè se sia l'unica fonte di pregiudizio ovvero, più verosimilmente, una sua conclusione. La base di riferimento sarà data ovviamente dalla

perdita registrata dall'investitore che abbia incolpevolmente fidato nella stima dell'agenzia di rating ovvero dal pregiudizio (aumento dello spread e connessione rincarato del costo di indebitamento) patito dall'emittente, sia società sia Stato, vittima di una valutazione scorretta, non professionale o viziata da conflitto d'interesse».

© Riproduzione riservata



Emilio Girino



Lucia Calvosa



Gabriele Baldi



Ermanno Cappa



Eugenio Barcellona



Giovanni Carotenuto



Mauro Umberto