

**ISSN 1127-8579**

**Pubblicato dal 15/01/2014**

**All'indirizzo <http://www.diritto.it/docs/35828-una-lettura-critica-del-giudizio-di-rating>**

**Autore: Francesco Cocchi**

## **Una lettura critica del giudizio di rating**

## UNA LETTURA CRITICA DEL GIUDIZIO DI RATING

### 1.Premesse

Il giudizio di rating svolge oggi un ruolo fondamentale all'interno dei mercati finanziari.

Questo infatti << rappresenta per l'investitore uno strumento indispensabile che permette di semplificare e velocizzare il processo decisionale, in quanto pur essendo basato su valutazioni complesse, è facilmente ed immediatamente comprensibile a tutti gli investitori a prescindere dal grado di competenza e profilo>><sup>1</sup>.

Non vi è dubbio, infatti, che tale giudizio costituisca per l'investitore un indice del grado di rischio dell'investimento, capace di orientare le scelte di investimento in quanto esprime la affidabilità creditizia di un soggetto emittente.<sup>2</sup>

Quando parliamo di rating, quindi, ci riferiamo ad <<un voto che esprime l'affidabilità creditizia di un emittente di titoli obbligazionari, i cosiddetti bond.>><sup>3</sup>

Una recente decisione del Tribunale di Milano ha operato una ricostruzione del concetto di rating definendolo come <<l'opinione espressa da un'organizzazione indipendente, detta agenzia di rating, sulla capacità di un emittente o di un'emissione di far fronte ai propri impegni finanziari (pagamento di interessi e rimborso del capitale)>>. La decisione richiama la definizione che la Consob ha formulato di tale giudizio (letteralmente "classificazione"), come di una "valutazione dell'idoneità di un emittente a provvedere in modo esatto e tempestivo sia al rimborso del capitale, sia al pagamento degli interessi relativi ad una o più emissioni di titoli di debito. [...]"<sup>4</sup>.

Tale ricostruzione evidenzia tutti gli elementi positivi che il giudizio di rating offre al mercato, ma delinea anche alcune criticità insite in esso.

Da un lato è indubbia la sua capacità di fornire un giudizio sintetico e comprensibile sulla solvibilità di un emittente, capace con pochi simboli di fornire il merito creditizio di un soggetto. Dall'altro, però, a tale giudizio è assegnato un delicato ruolo all'interno del sistema finanziario, non solo per gli aspetti inerenti la valutazione di un soggetto, ma anche per ciò che attiene un possibile giudizio negativo o un successivo *downgrade* di quello inizialmente assegnato.

Un ulteriore elemento critico che il giudizio di rating presenta risiede nel fatto che esso non permette di comprendere né il processo con cui viene generato né il valore, quindi, che può

<sup>1</sup> G. Facci, *Il rating e la circolazione del prodotto finanziario: profili di responsabilità*, in Resp. Civ. 2007, 8-9, 679

<sup>2</sup> C.Scaroni, *La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, in Contratto Impresa, 3,2011,770

<sup>3</sup> P. Gila e M. Miscali, *I signori del rating*, Bollati Boringhieri ed., 2012, Torini, pag. 25

<sup>4</sup> Tribunale di Milano, sentenza n. 8790/ 2011 in www.ilcaso.it, sez.I, Giurispr., doc. 6717

essere ad esso attribuito.

Le valutazioni delle agenzie di rating, operano quindi un'analisi non solo sul merito di credito di un soggetto ma anche sulla sua capacità effettiva di far fronte agli impegni di rimborso inerenti un finanziamento con i relativi oneri assunti.

Una efficace definizione del *credit rating* sintetizza i prefati elementi descrivendolo come <<un giudizio sintetico, formulato in una scala di lettere, circa il grado di probabilità da parte dell'impresa di far fronte a regolari pagamenti di capitale e interessi relativi a un prestito obbligazionario (debt rating) o, più in generale, a far fronte regolarmente alle obbligazioni contratte (issuer rating)>>.

Analizzando più approfonditamente le caratteristiche di questo peculiare giudizio, vediamo che si suddivide in due formulazioni: il *solicited* rating, cioè richiesto da un emittente e l'*unsolicited* rating, cioè richiesto o da terzi che vi hanno interesse o offerto direttamente dalla agenzia agli investitori.<sup>5</sup> E' di fondamentale importanza ricordare che le agenzie di rating non sono chiamate ad un giudizio di redditività dell'investimento, al pari di analisti, bensì assolvono unicamente alla funzione di giudicare la solvibilità di un emittente nell'interesse del mercato finanziario e del suo corretto funzionamento.<sup>6</sup> Benché il ruolo di tali agenzie sia divenuto con il tempo quello di veri e propri *guardiani* del mercato, questa funzione di *gatekeepers*<sup>7</sup> è stata oggetto di critiche in particolare per ciò che attiene alla utilità di tale valutazione soprattutto dopo i gravi casi di *default* verificatisi nel settore finanziario.

I fatti che hanno imposto una valutazione sul reale valore di tale giudizi riguardano scandali finanziari che hanno portato al fallimento di importanti società americane come Enron nel 2001, Bear Stern e Lehman Brothers nel 2008, nei quali le agenzie di rating sono accusate di aver *confezionato* valutazioni realizzate con negligenza.<sup>8</sup>

Al di là delle valutazioni che precedono, però, la funzione che tali agenzie svolgono è da considerarsi sicuramente benefica per il mercato finanziario, in quanto permettono una maggiore informazione degli investitori nel momento in cui si verifichino emissioni di titoli. Questa funzione di <<intermediari dell'informazione>><sup>9</sup> permette un riequilibrio della asimmetria informativa sul mercato, nonché la piena conoscenza per l'investitore dell'effettivo grado di rischio legato ad un titolo.

Il giudizio di rating presenta una utilità anche per gli emittenti, i quali possono ricorrere a tale valutazione per evidenziare sul mercato sia il positivo giudizio ottenuto dal proprio titolo che

<sup>5</sup> G. Carriero, *Previsioni, opinioni, certezze: le agenzie di rating*, in Europa e diritto privato, 3/12, 873

<sup>6</sup> L. Picardi, *Il rating tra crisi e riforma dei mercati finanziari*, in Riv. Dir. Civ., 6/2009, 715 e ss.

<sup>7</sup> con tale espressione si intende *intermediari che prestano servizi di verifica e di certificazione di informazioni in favore dell'emittente o degli investitori*, in L.Picardi, nota 7, Op. Cit., pag. 716

<sup>8</sup> P. Gila e M. Miscali, Op. Cit, pag. 131

<sup>9</sup> L. Picardi, Op.Cit., pag. 719

la propria solvibilità ed ottenere in questo modo corrispettivi più alti dai propri titoli. A presidio della neutralità di tale giudizio vi è l'importanza della reputazione che tali enti si sono formati sia sul mercato che presso gli investitori.

L'elemento reputazionale, infatti, assume assoluta importanza in tale attività, sia per ciò che attiene alla credibilità dei giudizi espressi, sia per la determinazione dei compensi che potranno essere richiesti per essi. A tale proposito occorre analizzare brevemente come si forma un giudizio di rating.

Per ottenere tale valutazione l'interessato deve richiedere di essere esaminato, sulla base della documentazione necessaria come ad esempio bilanci o piani industriali. Questa fase istruttoria ha inizio con la preliminare raccolta della documentazione e la sua organizzazione da parte di un analista, il quale assumerà anche necessarie informazioni attraverso colloqui con il personale dell'esaminato. Tale preliminare studio sarà poi presentato dinanzi ad un comitato che valuterà il materiale raccolto e si pronuncerà sul giudizio con voto a maggioranza.<sup>10</sup> I giudizi, quindi, dipendono dai documenti e dalle informazioni fornite dagli emittenti o acquisite direttamente dalle agenzie, gli stessi pertanto non coprono la possibilità di comportamenti fraudolenti.<sup>11</sup>

E' fondamentale, a riguardo, tenere presente che le società che operano tali valutazioni non compiono, quindi, una *due diligence*<sup>12</sup> sui titoli e le imprese emittenti ma si basano unicamente sulle informazioni comunicate dai richiedenti. Ciò ha costituito la difesa di tali enti nel momento in cui sono stati chiamati a rispondere su giudizi di rating che si sono palesate erronee. Questo aspetto conferma la natura di mera opinione del rating, il quale non è superiore nel proprio valore alle informazioni su cui è costruito. E' quindi un parere lontano da quello che può essere offerto dalle società di revisione. Ciò comporta che la autorevolezza dello stesso si basi unicamente sulla reputazione della società che lo ha reso in quanto <<il rating rappresenta un'arte e non una scienza>>.<sup>13</sup>

Un ulteriore elemento che è emerso circa tali valutazioni è la possibilità di conflitti di interesse per le agenzie rispetto alle società emittenti esaminate. Parte del problema, come è stato evidenziato da attenta dottrina, risiede proprio nel fatto che coloro i quali sono analizzati dalle agenzie sono i medesimi che poi corrispondono alle stesse i compensi per tale giudizio.<sup>14</sup>

<sup>10</sup> P. Gila e M. Miscali, Op. Cit., pag. 26

<sup>11</sup> L.Picardi, Op.Cit., pag. 715, G. Carriero, Op. Cit., pag. 876

<sup>12</sup> Il termine inglese *due diligence* identifica il processo investigativo che viene messo in atto per analizzare valore e condizioni di un'[azienda](#). In [finanza](#) la *due diligence* indica quell'insieme di attività svolte dall'investitore, necessarie per giungere ad una valutazione finale, analizzando lo stato dell'azienda, compresi i rischi di eventuale [fallimento](#) dell'operazione e delle sue potenzialità future. definizioni tratte da [www.wikipedia.org](http://www.wikipedia.org).

<sup>13</sup> G. Carriero, Op. Cit., pag. 876

<sup>14</sup> P. Gila e M. Miscali, Op.Cit., pag 30

Vi è poi il dubbio che un eccessivo ricorso al c.d. *unsolicited rating* potrebbe portare ad un aumento delle richieste di rating da parte delle società emittenti a vantaggio degli enti che li rilasciano. Infatti l' *unsolicited rating* può portare a giudizi più bassi rispetto a quelli richiesti dall'emittente poiché poggiano su documenti e informazioni presenti sul mercato. L'emittente avrà così interesse a richiedere un rating in proprio, tale giudizio sarà basato su documentazione riservata che potrà, di fatto, portare a giudizi migliori perché più approfonditi. Ciò ha portato a ritenere che l' *unsolicited rating* possa avere come effetto quello di sollecitare l'emittente a chiedere personalmente un giudizio all'agenzia.<sup>15</sup>

Tale prassi ha fatto sorgere il dubbio di possibili pressioni degli emittenti sulle agenzie per ottenere valutazioni migliori. La tesi, però, è in parte sconfessata dalla prassi del c.d. doppio rating, cioè la procedura di richiedere a due agenzie tale giudizio, con la conseguenza che le stesse difficilmente saranno indotte a rendere giudizi di favore.

Inoltre non è stata esente da critiche anche la prassi che ha visto tali enti prestare numerosi servizi di consulenza, dai quali le società di rating traggono ulteriori profitti. Prassi come quella del pre-rating, cioè un preliminare giudizio sull'emittente, svela come sia possibile per chi giudicherà la società, offrire valutazioni che potenzialmente potranno influire sul giudizio.<sup>16</sup> La facilitazione nella creazione di rapporti tra emittente e agenzie nelle fasi che precedono l'emissione di titoli, ha portato anche a forme di consulenza da parte di queste ultime in favore delle prime. A ciò è da aggiungere come la possibilità da parte delle emittenti di conoscere i modelli utilizzati dalle società di rating per le valutazioni, ha permesso alle stesse di strutturare le emissioni secondo tali modelli, generando la possibilità che le valutazioni di rating fossero così influenzate da tale prassi.<sup>17</sup>

Gli aspetti sin qui delineati hanno comportato una inevitabile revisione del valore di tali giudizi, stante la idoneità di essi a generare nell'investitore un affidamento capace di influenzare le proprie scelte.

I recenti scandali finanziari a cui si è fatto in precedenza accenno, hanno di fatto messo a dura prova la tenuta dei giudizi sul merito di credito degli emittenti, aprendo anche ad una serie di critiche sulla esattezza degli stessi e sulla loro tardiva revisione dinanzi ad un deterioramento delle condizioni economiche delle società emittenti.

A seguito dei casi di *default* legati ai mutui *subprime*<sup>18</sup> americani preceduti da importanti

<sup>15</sup> L. Picardi, Op. Cit., pag. 737 e ss

<sup>16</sup> L. Picardi, Op. Cit., pag. 738 e 739

<sup>17</sup> L. Enriques, *Rating e regolamentazione*, in www.Consob.it

<sup>18</sup> Con tale espressione si fa riferimento a prestiti concessi a clientela con basso merito creditizio, con condizione più gravose rispetto ai *prime-loan*. La concessione di tali tipologie di credito ha comportato negli stati uniti ampi fenomeni di insolvenza, dato l'alto grado di rischio che comportava la concessione di credito a categorie di creditori non solvibili.

fallimenti come il caso Enron, si è imposta una revisione del valore da attribuire a tali giudizi da parte del legislatore americano.

Questo processo di revisione muove dalla presa di coscienza della forte connotazione oligopolistica che caratterizza il mercato del rating.

## 2. Le origini del giudizio di rating

La costruzione di questo sistema ha avuto inizio negli Stati Uniti, con la creazione da parte della *U.S. Securities and Exchange Commission (S.E.C.)* alla fine degli anni '70 di uno speciale albo in cui venivano iscritte le società di rating.<sup>19</sup>

La creazione di questa *élite* a cui era affidato il compito di valutazione dei titoli sul mercato è coincisa con l'assegnazione al giudizio di rating di un ruolo fondamentale per la determinazione della qualità delle obbligazioni detenute dai broker-dealers.<sup>20</sup> A queste società venne riconosciuto il titolo di *Nationally Recognized Statistical Rating Organization*, cioè organizzazioni di rating statistico riconosciute a livello nazionale(N.R.S.R.O.).<sup>21</sup>

Al riconoscimento di questo *status*, dovuto all'attività regolamentare svolta da tali agenzie, corrisponde però una scarsa trasparenza della procedura per l'ottenimento dello stesso, contribuendo ad accentuare il carattere monopolistico di tale settore.

Per accedere a tale riconoscimento da parte della S.E.C., queste società dovevano dimostrare di possedere requisiti societari basati su strutture organizzative, risorse finanziarie e soprattutto di possedere un alto grado di indipendenza rispetto ai soggetti che si rivolgevano loro come clienti. L'elemento che però risultava essere decisivo era la buona reputazione goduta sul mercato.<sup>22</sup> Da qui la rilevanza che l'elemento reputazionale ha assunto con il tempo.

La forte concentrazione che questi necessari requisiti hanno creato nel mercato del rating, ha imposto a suo tempo un primo intervento legislativo.

Nel 2005, infatti, la S.E.C. propose una definizione di N.R.S.R.O. che ha portato nel 2006 alla emanazione del *Credit Rating Agency Reform Act* (del 29.09.2006), il quale sostituisce il precedente procedimento di registrazione di tale società con altro più trasparente.<sup>23</sup> Il principale motivo di tale intervento legislativo è proprio la necessità di modificare l'opaco procedimento di valutazione ed ammissione delle società all'albo tenuto dalla S.E.C. .

<sup>19</sup> L. Enriques, op. cit., pag. 6

<sup>20</sup> L. Picardi, op. cit. pag. 726

<sup>21</sup> M. Tonello, *Le agenzie di rating finanziario. Il dibattito su un modello economico esposto al rischio di conflitto di interessi. Verso un sistema pubblico di controllo?*, in Contratto e Impresa, 2005, 930 -931

<sup>22</sup> P. Gilla e M. Miscali, I signori del rating, Bollati Boringhieri,Torino, 2012, pag 127 e ss.

<sup>23</sup> L. Picardi, Op. Cit., pag. 729

Successivamente, nel 2009, si è verificato un ulteriore intervento della S.E.C. atto a ridurre i possibili conflitti di interesse nello relativamente alla emissione di C.D.O. e titoli simili, emerso con i numerosi scandali finanziari e lo stato di crisi economico finanziaria che in parte ne è derivato. Infine con il *Dodd-Frank Act*, si è provveduto anche a delineare regole di comportamento e di *governance* delle agenzie di rating.<sup>24</sup> Con tale provvedimento si è raggiunto, infatti, l'obiettivo di ridurre i conflitti di interesse, di formalizzare modelli di lavoro e responsabilizzare le società verso i terzi.<sup>25</sup>

### 3. Il valore del giudizio di rating.

Premessi i brevi cenni sulla nascita e regolamentazione dell'industria del rating, proprio quest'ultimo aspetto della radicale riforma delle agenzie di rating apre un importante dibattito legato al valore che tale giudizio assume sul mercato.

Nella disamina che precede sono stati evidenziati gli importanti benefici che tale giudizio porta all'investitore. Le agenzie di rating, infatti, <<esprimono pareri sul merito di credito di un determinato emittente o strumento finanziario, valutando la probabilità di fallimento dell'emittente [...], il rating può quindi essere definito come una previsione, espressa in forma sintetica, circa le prospettive di solvibilità di un debitore, soggetto pubblico o privato, ad una certa data>>.<sup>26</sup>

E' quindi innegabile che questo giudizio assuma una connotazione di *parametro selettivo* dei titoli presenti sul mercato.<sup>27</sup> Infatti i giudizi di rating forniscono agli investitori informazioni necessarie alla valutazione dei rischi connessi ad un titolo, mentre per gli emittenti, ove il giudizio sia favorevole, si rende possibile la riduzione dei costi di raccolta dei capitali.<sup>28</sup>

Premesso questo benefico effetto per il mercato portato dai giudizi di rating, occorre però valutare quale sia l'effetto che esso genera nell'investitore e se sia possibile affermare una responsabilità delle società che offrono tale servizio nei casi in cui il giudizio si riveli paleamente inadeguato o tardivamente ridimensionato o rivisto.

La questione delineata impone di richiamare sia la natura di tale giudizio sia il livello di affidamento che in esso ripone l'investitore.

Quanto alla natura del rating, è da ricordare come lo stesso assuma valore di opinione, che non va confuso né con i giudizi resi dalle società di revisione dei conti (i c.d. *audit*), né con gli

<sup>24</sup> L. Enriques, op. Cit., pag. 6-7

<sup>25</sup> P. Gila e M. Miscali, Op. Cit., pag. 140-141

<sup>26</sup> G. Facci, *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, in contratto e impresa, 1, 2008, 166

<sup>27</sup> C. Scaroni, Op. Cit., pag. 771

<sup>28</sup> G. Facci, Op. Cit., pag. 168, G. Facci, *il rating e la circolazione del prodotto finanziario: profili di responsabilità*, in Resp. Civ., 2007, 8-9,

*investment advice*, cioè i consigli all'investimento resi dagli analisti finanziari.

Il rating quindi non fornisce una certificazione contabile al pari degli *audit*, ma si forma sulla base delle informazioni rese dal soggetto giudicato, non prevede una *due diligence* su di esso e soprattutto non è una sollecitazione all'acquisto o vendita di un titolo.<sup>29</sup> Da quanto precede si potrebbe quindi concludere che una simile valutazione non abbia capacità di influenzare le scelte di mercato poiché reso senza alcuna effettiva verifica o controllo sull'emittente.

Se appare possibile concordare su tale conclusione per ciò che attiene alla natura di questo giudizio, non è condivisibile ritenere che questo sia inidoneo ad influenzare gli operatori e gli investitori sul mercato.

La funzione del rating è quella di offrire un parere sulla capacità di credito di un emittente, reso da agenzie altamente credibili dato l'alto tasso di reputazione goduta da esse sul mercato e che soprattutto operano in condizioni di oligopolio.

Tale giudizio ha quindi un alta capacità di influenza non solo sulle scelte individuali dell'investitore ma anche sul mercato stesso.

Ad accrescere tale importanza è intervenuto l'accordo noto come Basilea 2.

Con tale accordo vengono indicati alle banche dei paesi aderenti, gli standard da rispettare per contenere i rischi legati alla loro operatività nel credito. Tali giudizi sono impiegati per la stima degli importi da porre a copertura per l'esposizione al rischio di credito.<sup>30</sup> Tale giudizio è quindi fondamentale al fine di ottenere l'accesso al credito bancario da parte delle imprese, poiché contiene in sé importanti valutazioni in quanto << classifica gli emittenti in categorie che corrispondono a gradi più o meno elevati di rischio fallimento [...]>> e << [...] include anche informazioni sulle motivazioni sottostanti l'assegnazione di quella specifica valutazione; in particolare , la maggior parte dei rating incorporano un c.d. outlook o prospettiva, che indica la tendenza attesa del rating [...]>>.<sup>31</sup>

Di fronte ad un accresciuto valore del giudizio di rating sui mercati finanziari, la difesa che le agenzie hanno posto in essere dinanzi ai casi in cui il loro giudizio si è rivelato errato è stata quella di negare la propria responsabilità richiamando la circostanza che il rating è una stima sulla possibilità di insolvenza di un soggetto e non la comunicazione di una informazione.<sup>32</sup>

L'argomentazione in esame richiama la distanza tra il giudizio di rating e la certificazione contabile. Le agenzie hanno nel merito evidenziato che proprio per la sua natura, tale stima non deve sostituire la valutazione dell'investitore sulle scelte dallo stesso assunte, ritenendo anzi necessario che anch'esso compia valutazioni e ricerche indipendenti, poichè le società di

<sup>29</sup> C. Scaroni, Op. Cit. pag. 767 e ss.

<sup>30</sup> L. Enriques, Op. Cit., pag. 2

<sup>31</sup> G. Facci, *il rating e la circolazione del prodotto finanziario: profili di responsabilità*, in Resp. Civ., 2007,8-9, pag. 680

<sup>32</sup> C. Scaroni, Op. Cit. , pag. 800

rating sono prive di poteri ispettivi e di controllo sugli emittenti che analizzano.<sup>33</sup>

L'argomento però non supera il problema del valore e dell'affidamento che l'investitore ripone in tali giudizi. Infatti è da considerarsi meritevole di tutela, secondo autorevole dottrina, quell'affidamento generato da comunicazioni che sono rese note al mercato da operatori qualificati come le agenzie di rating.<sup>34</sup>

E' opinione diffusa, quindi, che tali valutazioni siano in grado di suscitare uno specifico ed incolpevole affidamento nel pubblico degli investitori. Il carattere professionale della valutazione, infatti, impone che tale giudizio sia reso secondo criteri di perizia e diligenza previsti dal settore stesso di appartenenza.<sup>35</sup>

Se, quindi, il giudizio di rating influisce sulle scelte degli investitori e lo stesso deve formarsi secondo regole di perizia e diligenza, viene da chiedersi quale possa essere il danno che l'investitore può riportare.

La dottrina, muovendo proprio dall'affidamento che il rating è capace di generare nel pubblico, data l'autorevolezza di chi lo formula, ha analizzato l'ipotesi di giudizi di danno derivanti al risparmiatore da giudizi rivelatisi errati. Il giudizio inadeguato reso dall'agenzia di rating, secondo tale ricostruzione, provocherebbe una lesione della libertà contrattuale dell'individuo poiché il giudizio di rating ha interferito con il processo di formazione della volontà negoziale, tramite l'alterazione della volontà dell'investitore.<sup>36</sup>

La autorevolezza di tale giudizio, laddove si palesi errato o inadeguato, influisce sul processo decisionale dell'investitore, il quale è terzo rispetto al giudizio ma assume scelte in base ad esso visto il ruolo che tali stime assumono sul mercato.

Nell'ordinamento italiano la fattispecie è riconducibile al paradigma dell'articolo 2043 del codice civile, quale danno ingiusto, che richiede l'assolvimento dell'onere probatorio circa l'esistenza di quest'ultimo.

L'utilizzazione dello schema giuridico previsto dall'articolo 2043 c.c. comporta di accertare se il nostro ordinamento tuteli o meno l'affidamento riposto dall'investitore nel giudizio di rating e se il danno da esso arrecato sia o non considerato ingiusto. In ciò autorevole dottrina ha ritenuto di poter ricorrere all'insegnamento della Suprema Corte, che con la decisione n. 500 del 1999, al fine di accettare la ingiustizia di un danno subito consiglia all'operatore di porre in essere una comparazione degli interessi in conflitto.<sup>37</sup>

Se ciò può valere per giudizi di rating rivelatisi errati, altrettanto non può dirsi in linea teorica

<sup>33</sup> C. Scaroni, Op. Cit. , pag. 801

<sup>34</sup> G. Facci, Ult. Op. Cit., pag. 684

<sup>35</sup> M. Marianello, *La responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti dei terzi risparmiatori*, in Resp. Civ., 2008, 7, 635

<sup>36</sup> G. Facci, Ult. Op. Cit., in Resp. Civ. 2007, 8-9, 681

<sup>37</sup> G. Facci, Ult. Op. Cit., pag. 681, G. Facci, *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, Op. Cit., pag. 175

per quei casi in cui i giudizi di rating si fondano su dichiarazioni false degli emittenti.

Al riguardo è stato osservato come pur non essendoci un obbligo per le agenzie di verifica della genuinità delle informazioni fornite dal committente il giudizio, nel caso in cui esse risultino contrastanti e inconciliabili, colui che è << *incaricato del rating ha l'obbligo di cautelarsi, prima di procedere alla assegnazione, con controlli, riscontri, accertamenti e richieste di ulteriori informazioni, al fine di verificare l'attendibilità dei dati forniti dall'emittente*>><sup>38</sup>.

Una ulteriore questione che i recenti scandali finanziari hanno evidenziato è quella attinente alla tempestiva revisione del giudizio di rating dinanzi a disseti economici o finanziari dell'emittente.

La revisione del giudizio operato su di un soggetto deve tenere conto di dati concreti e reali al fine di non risultare ancor più pregiudizievole per il mercato e gli operatori.

Le agenzie di rating in tale attività registrano un ritardo che può essere considerato fisiologico. Ciò in quanto non posso tenere in considerazione semplici *rumors* presenti sul mercato, ma devono basare la loro revisione su dati ed elementi obiettivi. Ciò al fine di evitare danni agli eventuali emittenti per valutazioni prive di riscontro e soggettive, che darebbero vita ad azioni risarcitorie nei confronti dei *raters*.<sup>39</sup>

Ciò porta ad evidenziare la necessità di schemi di monitoraggio e controllo del rischio legato alla insolvenza delle società uniformi ed affidabili.

Questa necessità è stata avvertita con particolare riferimento ai recenti fenomeni di *default*.

#### 4. Il giudizio di rating ed il default della Banca di affari americana Lehman Brothers

Proviamo ad analizzare il caso del fallimento della banca di affari americana Lehman Brothers, al fine di rilevare se vi erano elementi in grado di far presagire la sua insolvenza e tali da comportare una revisione tempestiva del giudizio di rating attribuitole.

I primi segnali di negativi provenienti dal comparto dei *subprime* emersero nei primi mesi del 2008. Nel marzo dello stesso la Lehman Brothers fu oggetto di attacchi speculativi da parte del mercato poiché individuata come soggetto debole. Nel giugno 2008 il suo valore azionario in borsa calò da 46 dollari ad azione a 22 dollari. La banca, chiaramente indebolita dagli attacchi e dalle forti esposizioni sul mercato dei *subprime* tentò di instaurare trattative per una sua acquisizione da parte della Korea Development Bank. Il 09 settembre del 2008 le trattative naufragarono ed alla storica banca di affari viene chiesto da J. P. Morgan, altra importante banca d'affari degli Stati Uniti, il versamento di 5 miliardi di dollari a garanzia dei

<sup>38</sup> G. Facci, *Il Rating e la circolazione del prodotto finanziario: profili di responsabilità*, Op.cit., pag. 687

<sup>39</sup> M. Marianello, op. Cit., pagg. 635 e ss.

debiti contratti. Il 18 settembre la Lehman Brothers sarà dichiarata insolvente.<sup>40</sup>

La Federal Reserve non intervenne con un piano di salvataggio per la Lehman Brothers, ma lasciò che la stessa fallisse, di fatto sottovalutando gli effetti di tale scelta. E' sufficiente pensare che l'importante sviluppo di tale banca d'affari era basato principalmente sull'indebitamento ed il suo fallimento comportò la caduta del titolo di A.I.G. ( colosso assicurativo molto esposto per la sottoscrizione di contratti CDS<sup>41</sup>) con una perdita del 61%, comportando la necessità del suo salvataggio statale, costato circa 150 miliardi di dollari.<sup>42</sup>

Il fallimento di Lehman Brothers avvenuto il 18 settembre 2008 era dovuto alla presenza nei suoi bilanci di titoli cartolarizzati legati ai mutui *subprime*.

Il Governo americano intervenne nel necessario salvataggio di Fannie Mae e Freddie Mac, in quanto il loro fallimento avrebbe destabilizzato l'intero sistema.<sup>43</sup> Queste due società intrattenevano numerosi rapporti con banche impegnate nei mutui *subprime*. Ciò ha comportato un intervento governativo al fine di evitare un effetto a catena di insolvenze dagli effetti imprevedibili.<sup>44</sup>

Mentre l'intervento governativo per il salvataggio delle due società fu ritenuto necessario, non fu deciso alcun intervento per evitare il fallimento di Lehman Brothers. La ragione di tale contegno fu la volontà di far comprendere al mercato che il salvataggio pubblico non è sempre assicurato.<sup>45</sup>

Posto questo breve *excursus* sulle tappe che hanno portato alla dichiarazione di fallimento della banca Lehman, occorre tornare al quesito iniziale circa la prevedibilità di tale *default*.

I titoli Lehman Brothers, come è stato osservato da autorevoli autori, hanno ricevuto sino al giorno prima del suo disastro giudizi di rating positivi.<sup>46</sup>

Ciò che quindi è possibile domandarsi è se dal giugno 2008, data in cui come detto Lehman Brothers ha subito una forte perdita sul proprio valore azionario, poteva essere ipotizzato un epilogo come quello che si è poi verificato nel settembre dello stesso anno e quindi potesse essere rivisto il giudizio di rating espresso.

All'interno della riflessione sin qui percorsa sulla necessità di una revisione del giudizio di rating alcuni autori si sono interrogati sulla possibilità che le agenzie di rating continuino ad essere unico riferimento per la valutazione dei titoli obbligazionari.

A tale proposito al fine di percepire le probabilità di fallimento di un emittente è stato

<sup>40</sup> M. Gaggi, *La Valanga*, op. Cit., pag. 76 e ss. a cui si rinvia

<sup>41</sup> Con l'acronimo C.D.S. si indicano i Credit Default Swap, strumenti derivati del credito in grado di "ovviare al rischio di inadempienza contrattuale". Per una definizione si rinvia a E. Girino, *I contratti derivati*, Giuffrè, Milano 2010, pag. 134 e ss.

<sup>42</sup> L. Gaggi, *Op. Cit.*, pag. 78 e ss.

<sup>43</sup> M. Pallocca, *La nuova frontiera del capitalismo*, ed. Uniservice, Trento, 2010, pag. 134

<sup>44</sup> F. Vella, *Fannie, Freddie e i Fratelli Lehman*, in [www.lavoce.info](http://www.lavoce.info)

<sup>45</sup> F. Vella, cit.

<sup>46</sup> R. Bencini, Il caso Lehman Brothers: cause di default e prospettive di tutela, in [www.associazionepreite.it](http://www.associazionepreite.it)

proposto di valutare con attenzione anche indici quali le quotazioni di Credit Default Swap (C.D.S.).

Il giudizio di rating è risultato, infatti, inadeguato nel monitoraggio del credit risk, in particolare nel caso Lehman Brothers, nel quale solo il calcolo delle c.d. *probabilità implicite di default* avrebbe permesso con mesi di anticipo di evidenziare la rischiosità del titolo.<sup>47</sup>

Il Credit Default Swap, nella sua capacità di trasferire il rischio di credito legato ad un emittente appare idoneo ad evidenziare la probabilità di fallimento.

Nel caso della banca Lehman Brothers l'analisi storica delle quotazioni dei C.D.S. mostra, infatti, come le probabilità di fallimento aumentavano notevolmente già dal maggio 2008 per poi ampliarsi notevolmente dal 15 settembre in poi.<sup>48</sup>

L'impiego di questi peculiari derivati del credito non appare solo utile ad una migliore gestione del credit risk, basata sul trasferimento controllato di rischi su soggetti maggiormente idonei a sorreggerlo, ma permette altresì un monitoraggio degli emittenti a cui si riferiscono (quali entità di riferimento), capace di giungere a risultati più immediati e tempestivi rispetto al giudizio di rating.

Una analisi di questo tipo del rischio da insolvenza risente però della assenza e della personalizzazione del giudizio di una società emittente, che senza dubbio permette una analisi più completa della stessa.

Nel merito autorevole dottrina ha evidenziato come la prossimità di una insolvenza da parte dell'emittente Lehman Brothers poteva essere percepita già alcuni mesi prima da indicatori quali il VaR (Value at Risk) o come detto i C.d.S. (credit default swap). Attraverso tali indici, si sarebbe potuto elaborare autonome valutazioni di rischio, data la semplice reperibilità delle informazioni per un operatore qualificato.<sup>49</sup>

La giurisprudenza ha contribuito in tale percorso evidenziando come per i titoli emessi dalla banca Lehman Brothers si potevano dedurre tempestivamente chiari indicatori di criticità e di dissesto finanziario. In particolare il Tribunale di Salerno ha ritenuto che gli stessi potevano essere desunti dal fatto che "già nell'agosto del 2007 la Lehman Brothers Holding aveva licenziato circa 1200 dipendenti, registrando una perdita di 25 milioni di dollari ed una riduzione di avviamento di circa 27 milioni di dollari. Nell'arco del 2008, la Lehman Brothers aveva accumulato perdite sui titoli garantiti da mutui per 2,8 miliardi di dollari. Già alla fine di agosto 2008 le azioni Lehman avevano perso il 73% del loro valore."<sup>50</sup>

Ed ancora il Tribunale di Torino ha rilevato come " 1) dalla curva dei prezzi del titolo

<sup>47</sup> A. Annicchiarico e M. Delzio, *Vivere senza rating? è possibile, ce lo ha insegnato Lehman*, in www.ilsole24ore.com, 27.03.2009

<sup>48</sup> A. Annicchiarico e M. Delzio, op.cit.

<sup>49</sup> F. Parrella, L'informativa successiva alla compravendita di strumenti finanziari, in Le Società, 11/2012, 1211

<sup>50</sup> Tribunale di Salerno 20 ottobre 2012 in www.ilcaso.it,I,Doc.8143

*Lehman oggetto di causa si evince che il giorno mercoledì 10 settembre 2008 il prezzo del titolo era pari a 91,6373, mentre il giorno successivo giovedì 11 settembre il prezzo era sceso a 82,667 salvo il giorno ancora successivo venerdì 12 settembre 2008 risalire ad 87,5357; 2) che queste oscillazioni, riferite al titolo che è sempre stato a basso rischio come il titolo Lehman, senza dubbio costituiscono, secondo quanto indicato dalla clausola contenuta nell'ordine di investimento, "indici di significativa variazione del livello di rischio"; 3) che in questo contesto, dunque, alla luce del rigoroso obbligo che ha ritenuto di assumersi nei confronti della propria cliente la banca medesima avrebbe dovuto avvisare di tale oscillazione la cliente "tempestivamente" e cioè, onde consentirle di disinvestire e di vendere al "meglio i titoli, quantomeno il venerdì 12 settembre, data in cui le obbligazioni avevano ancora un punteggio di 87,5357 e data di ultima apertura delle borse prima del crack avvenuto il successivo lunedì 15 settembre 2008".<sup>51</sup>*

La decisione che precede chiaramente evidenzia quale possa essere un elemento in grado di attivare l'obbligo di avvisare il cliente nel caso di specie, e cioè la variazione del prezzo di non scarso rilievo soprattutto se riferita ad un titolo sempre rimasto a basso rischio.

Il Tribunale di Salerno ha, inoltre, ritenuto che possibili dissesti dell'emittente americano potevano essere desunti dal fatto che "già nell'agosto del 2007 la Lehman Brothers Holding aveva licenziato circa 1200 dipendenti, registrando una perdita di 25 milioni di dollari ed una riduzione di avviamento di circa 27 milioni di dollari. Nell'arco del 2008, la Lehman Brothers aveva accumulato perdite sui titoli garantiti da mutui per 2,8 miliardi di dollari. Già alla fine di agosto 2008 le azioni Lehman avevano perso il 73% del loro valore."<sup>52</sup>

Il contributo che la Giurisprudenza ha fornito mostra chiaramente come il giudizio di rating possa oggi essere affiancato anche da ulteriori indici di valutazione, in grado di fornire un monitoraggio del titolo ed una tempestiva informazione riguardo alle sue modificazioni di valore.

Tale auspicio può essere letto nella prospettiva di creare una sinergia ed integrazione del giudizio di rating con tali indicatori di aumento di rischio di insolvenza di un emittente, in grado di apportare benefici effetti non solo al mercato ma anche all'investitore.

Avv.to Francesco Cocchi

<sup>51</sup> Tribunale di Torino sent. 7476/2010, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it), I, doc. 2839, in senso conforme Tribunale di Reggio Calabria, 02 dicembre 2011 in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it)

<sup>52</sup> Tribunale di Salerno 20 ottobre 2012 cit.