

STUDIO GHIDINI, GIRINO & ASSOCIATI

CONSIDERAZIONI INATTUALI

Quelle mosse timide e lente nella lotta al rating facile

Tardi è meglio che mai e poco è meglio che niente, anche se in questo caso il tardi potrebbe essere troppo e il poco servire a niente o quasi. L'ambita riforma del rating ha ora trovato corpo in una bozza di regolamento che, nelle intenzioni, vorrebbe correggere e integrare l'attuale disciplina (Regolamento Ue 1060/2009).

Fortemente voluta dal commissario Ue Michel Barnier - dopo, guarda caso, lo svuotamento ammesso da S&P sul rating francese di inizio novembre - la proposta muove da premesse strillanti, evocando senza mezzi termini la scarsa indipendenza dei rater, l'immeritato eccesso di affidamento (overreliance) di cui godono, la scarsa trasparenza che spesso connota le loro metodologie di stima. Una simile ouverture suona come preludio a un concerto di misure draconiane, che tali vorrebbero mostrarsi ma che tali, a ben vedere, non sono.

L'impianto va ad arricchire e appesantire il mastodontico e sin qui imbellè Regolamento 1060 ma nell'intricata selva di richiami e rimandi si scorgono svariate eccezioni idonee a perpetuarne l'inefficienza. La più evidente contraddizione fra rigore apparente e modesto ritorno pratico sta nella norma che, se da un lato procura soddisfazione essendo stati noi a proporla (MF-Milano Finanza del 16 luglio scorso), dall'altro delude non poco per il suo farisaico tenore. Si tratta del nuovo articolo 35.a, che finalmente accorda ai singoli investitori il diritto di agire contro le agenzie che li abbiano danneggiati con il loro errato giu-

dizio. Tre considerazioni:

1) la norma ammette l'azione solo in caso di dolo o colpa grave, non rapportati però al comportamento complessivo del rater e al risultato partorito, bensì alla violazione dei doveri imposti dal regolamento. Doveri che per lo più consistono nel rispettare le regole sul conflitto di interessi (peraltro inapplicabili ai rating sovrani, in quanto unsolicited, leggasi non richiesti, malgrado il conflitto di interessi possa anche riferirsi a soggetti terzi e non già manifestarsi solo nel rapporto fra valutatore e valutato) e nel rivelare le metodologie e i fattori di stima. In fatto di rating sovrano, le agenzie non dovrebbero più potersi limitare a striminziti e pressoché immotivati rapportini (diciamo non dovrebbero perché dolo e colpa grave implicano violazioni pesanti, non semplici leggerezze), ma non c'è norma che imponga, oltre alla trasparenza del metodo, anche la ragionevolezza del risultato, come invece accade per le raccomandazioni di investimento di banche e analisti e come questa testata ebbe a suggerire. Potranno sbagliare bene, seguendo i loro rivelati metodi, e non risponderne;

2) l'azione è concessa solo all'investitore acquirente (attenzione, acquirente) e non anche all'emittente il titolo valutato. Lo Stato massacrato da un rating sbagliato o viziato non avrà dunque azione contro il rater, mentre l'avranno gli investitori che abbiano comprato i suoi titoli. E anche qui il piatto piange e piange forte perché il danno che l'investitore può subire da un rating improprio o avventato non è so-

lo la perdita sul titolo erroneamente giudicato affidabile, ma anche la vendita del titolo scorrettamente dichiarato perdente. Senza contare che vendite a catena innescano spirali a loro volta nocive all'emittente sovrano (lo spread insegna) che tuttavia non ha titolo per agire contro il rater. Niente male come inghippo;

3) l'inversione dell'onere probatorio, arma indispensabile in simili contenziosi, viene limitata alla sola dimostrazione di assenza di dolo o colpa e alla irrilevanza della violazione rispetto al contenuto del giudizio, restando invece a pieno carico dell'investitore produrre la diabolica prova della misura del danno e soprattutto del nesso di causalità fra danno e giudizio del rater. Auguri!

Se poi si aggiunge qualche piccolo dettaglio, come il fatto che il regolamento, ben che vada, ci metterà qualche mese a entrare in vigore (mentre per alcuni articoli è già previsto uno slittamento al giugno 2014) e che foro competente e legge civile applicabile saranno stabiliti sulla base delle norme internazionali ordinarie e non già fissate nel Paese di residenza dell'investitore o dell'emittente, la sedicente innovazione rischia di ridursi al rumoroso e inerme ruggito del leone sdentato. Vogliamo sperare che il tutto si debba a una svista tecnica e che il Parlamento europeo se ne avveda. Diversamente, l'interrogativo sul perché le agenzie di rating debbano continuare a godere di zone franche legali diverrebbe molto, molto inquietante.

Emilio Girino