

Downgrading del debito sovrano e responsabilità delle agenzie di rating di Barbara L. Boschetti

SOMMARIO: 1. L'indagine della Procura della Corte dei conti – Lazio nei confronti di S&P, Fitch e Moody's 2. - I contenziosi tra Governo Federale degli Stati Uniti e agenzie di rating (United States v. McGraw-Hill Cos., No. 13-00779). - 3. Rating e fattispecie di responsabilità per danni. - 4. Rating del debito sovrano e responsabilità civile ai sensi dell'art. 35bis del Reg. 1060/2009 introdotto da Reg. UE n. 462/2013. - 5. Rating del debito sovrano e responsabilità per danno all'immagine della p.a. - 6. I limiti all'azionabilità del danno all'immagine della p.a. e alla giurisdizione della Corte dei conti in base alla recente giurisprudenza della Corte di cassazione (Cass. Pen., sez. III, 4 febbraio 2014, n. 5481; Cass. civ., sez. un., 7 gennaio 2014, n. 717; Cass. civ., sez. un., 25/11/2013, 26283).

1. Il Procuratore regionale presso la Corte dei conti – Lazio ha aperto un'istruttoria (pende attualmente il termine di 60 gg. per la presentazione delle controdeduzioni) a carico di tre delle maggiori agenzie di rating operanti sul mercato mondiale (S&P, Fitch e Moody's) in merito ai danni che sarebbero derivanti al patrimonio pubblico dalle decisioni di "down-grading" del 1° luglio 2011, 24 maggio 2011, 5 dicembre 2011 e 13 gennaio 2012. Tali decisioni sarebbero da porre a base dell'aumento dello *spread* - ossia del differenziale tra il tasso d'interesse pagato dall'Italia (sui Btp) e quello pagato dalla Germania (Bund) - e delle conseguenti sensibili perdite economiche derivate allo Stato italiano (la cifra pubblicata dal Financial Times, e non confermata dalla Corte dei conti, supera i 200 mln di euro).

Parallelamente, prosegue il processo avviato dalla Procura di Trani a carico di 9 tra dirigenti e analisti delle medesime tre agenzie di rating per il reato di manipolazione del mercato aggravata dalla rilevante offensività della condotta (in quanto appunto compiuta ai danni dello Stato italiano) e dalla rilevante entità del danno. In tale processo la Banca d'Italia e il Ministero dell'economia non si sono costituite parte civile, ma partecipano in qualità di persone offese. All'udienza preliminare del 18 febbraio scorso il GUP ha ammesso la costituzione di parte civile di una associazione di consumatori (ADUSBEF nazionale) e di alcuni singoli risparmiatori, escludendo invece tutte le altre. Il 20 maggio deciderà invece sull'eccezione d'incompetenza e su quella, sollevata in via subordinata da S&P, di difetto della giurisdizione italiana.

2. Contenziosi risarcitori per danni derivanti da erronee, o comunque viziate, decisioni di *rating* sono stati aperti (e chiusi) in molti altri Paesi. A parte il noto caso Bathurst deciso dalla Federal Court australiana (*Bathurst Regional Council v Local Government Financial Services Pty Ltd (No 5) [2012] FCA 1200*), sorte avverse hanno avuto decine di analoghe vicende processuali aperte dinanzi alle corti americane. Nonostante il *Dodd-Frank Act* (§933¹) abbia infatti equiparato, sul piano della

¹ SEC. 933. STATE OF MIND IN PRIVATE ACTIONS.

(a) ACCOUNTABILITY.—Section 15E(m) of the Securities Exchange Act of 1934 (15 U.S.C. 78o–7(m)) is amended to read as follows:

“(m) ACCOUNTABILITY.—

“(1) IN GENERAL.—The enforcement and penalty provisions

responsabilità, le agenzie di *rating* agli analisti finanziari e alle banche d'investimento, le agenzie di *rating* hanno finora vittoriosamente potuto invocare a propria difesa il primo emendamento. Più recentemente, la difesa erariale (DoJ) e alcuni Stati membri (circa 15) hanno così deciso di agire contro S&P per fraudolenta sovrastima di alcuni prodotti finanziari derivati (*collateralised debt obligations*) sulla base del *Financial Institutions Reform, Recovery, and Enforcement Act* (F.I.R.R.E.A) del 1989² (*knowing misrepresentation*), mentre lo Stato della California ha invocato la violazione del *California False Claim Act*³. I giudizi sono ancora in corso⁴.

3. Al di là degli scarni fatti di cronaca riguardanti l'istruttoria della Corte dei Conti italiana, la questione giuridica è di estremo interesse: essa riguarda - prescindendo da ogni considerazione circa la fondatezza - la natura della specifica responsabilità delle agenzie per erroneo/illecito *rating* del debito sovrano, i suoi elementi strutturali, nonché la sussistenza della giurisdizione contabile.

Il *rating* esprime, nella sostanza, un giudizio sull'affidabilità del debitore, secondo una scala di rischio dell'investimento parzialmente diverso da agenzia a agenzia. Un erroneo (o illecito) *rating* può generare una pluralità d'ipotesi di responsabilità e voci di danno: può, per esempio, indurre un investitore a acquistare determinati prodotti finanziari sottostimandone il rischio; oppure, può ridurre l'affidabilità sui mercati di un emittente o incidere sul valore di scambio dei suoi prodotti. Il titolo della responsabilità potrà poi variare a seconda dell'estraneità o meno tra danneggiato e agenzia di *rating* (il *rating* può anche prescindere, come nel caso di alcuni *rating* sul debito sovrano, dalla richiesta dell'emittente). Infine, nuove ipotesi di responsabilità civile (e penale) vengono via via introdotte nei singoli ordinamenti a mezzo delle riforme volte a fronteggiare la crisi dei mercati finanziari e le instabilità che da questa dipendono.

4. Su questa strada si pone, a esempio, il recente Regolamento UE n. 462/2013: come noto, esso disciplina una nuova ipotesi di responsabilità civile delle agenzie di *rating* del credito: in base all'art.

of this title shall apply to statements made by a credit rating agency in the same manner and to the same extent as such provisions apply to statements made by a registered public accounting firm or a securities analyst under the securities laws, and such statements shall not be deemed forward-looking statements for the purposes of section 21E.

“(2) RULEMAKING.—The Commission shall issue such rules as may be necessary to carry out this subsection.”.

(b) STATE OF MIND.—Section 21D(b)(2) of the Securities

Exchange Act of 1934 (15 U.S.C. 78u–4(b)(2)) is amended— (1) by striking “In any” and inserting the following:

“(A) IN GENERAL.—Except as provided in subparagraph (B), in any”; and

(2) by adding at the end the following:

“(B) EXCEPTION.—In the case of an action for money damages brought against a credit rating agency or a controlling person under this title, it shall be sufficient, for purposes of pleading any required state of mind in relation to such action, that the complaint state with particularity facts giving rise to a strong inference that the credit rating agency knowingly or recklessly failed—

“(i) to conduct a reasonable investigation of the rated security with respect to the factual elements relied upon by its own methodology for evaluating credit risk; or

“(ii) to obtain reasonable verification of such factual elements (which verification may be based on a sampling technique that does not amount to an audit) from other sources that the credit rating agency considered to be competent and that were independent of the issuer and underwriter.”.

Per un approfondimento, J. Madura, *Financial markets and institutions*, South-Western Cengage Learning, 2012.

² Caso *United States v. McGraw-Hill Cos.*, No. 13-00779 (C.D. Cal. Feb. 04 2013). Per un commento al FIRREA, A. C. Providenti Jr., *Playing with FirREA, Not getting burned: Statutory Overview of Financial Institutions Reform, Recovery and Enforcement Act of 1989*, in 59 *Fordham Law Rev.* S323 (1991), disponibile all'indirizzo <http://ir.lawnet.fordham.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2903&context=flr>.

³ Caso *People v. MacGraw-Hill Cos.* (Cal. Super. Ct. 5 Feb. 2013).

⁴ Nel settembre 2013, la stessa S&P ha però portato in giudizio il Governo federale affermando che l'azione nei suoi confronti (vedi nota n. 2) è stata una ritorsione contro il downgrade del *rating* sul debito sovrano del 2011.

35bis del Reg. UE n. 1060/2009, “*Se un’agenzia di rating del credito ha commesso intenzionalmente o per colpa grave una delle violazioni di cui all’allegato III che ha inciso sul rating del credito, l’investitore o l’emittente possono chiedere all’agenzia di rating il risarcimento dei danni subiti a causa della violazione*”. Nell’economia del discorso sarà tralasciato il significato dell’espressione *responsabilità civile*: ciò che rileva è che si tratta di una responsabilità che richiede una violazione delle norme di cui all’allegato III del regolamento, il dolo o la colpa grave da parte dell’agenzia di rating, l’incidenza della violazione sul rating, un danno causalmente riferibile a detta violazione.

Il par. 4 dell’art. 35bis del Regolamento stabilisce che i concetti di danno, dolo, colpa grave siano da interpretarsi secondo il diritto nazionale e che i casi di responsabilità civile nei confronti delle agenzie di *rating* che esorbitano dalla fattispecie dell’art. 35bis rimangono disciplinati dal diritto nazionale applicabile, secondo le norme di diritto internazionale privato.

Tale norma – e in generale la responsabilità civile secondo il diritto nazionale – sono ovviamente azionabili anche dagli Stati a fronte di erronee (o illecite) valutazioni dei debiti sovrani, con il vantaggio delle speciali e nuove norme per il rating sul debito sovrano ai sensi dell’art. 8bis e dell’allegato III del Reg. UE n. 1060/2009 aggiunti/modificati dal Reg. UE n. 462/2013.

5. Il regolamento non esclude che il diritto nazionale possa prevedere ulteriori azioni risarcitorie nei confronti delle agenzie di rating (art. 35bis, par. 5, del Regolamento), diverse cioè dalla responsabilità civile. Qui s’inserisce appunto la questione se un erroneo (o illecito) giudizio sul debito sovrano possa dar luogo a responsabilità amministrativa o a una ipotesi di responsabilità rientrante nella giurisdizione della Corte dei conti.

Ora, come si è detto, un *downgrading* del debito sovrano riduce l’affidabilità del debitore/Stato determinando il necessario aumento dei tassi d’interesse sui propri titoli di Stato e la necessità di porre in essere una serie di politiche generalmente piuttosto costose (il legame tassi di interesse/spread è invece da riconsiderare⁵). Ciò avviene, in particolare, nei sistemi in cui l’influenza dei rating sul credito sono elevati (nel sistema europeo, le regole Basilea 2 e Basilea 3 assegnano valore ai *rating* sulla valutazione di determinati *asset*; cfr. sec. 939A del *Dodd-Franck Act* americano): non è un caso, che il Regolamento UE n. 462/2013 tenti, appunto, con una serie di misure, di diminuire la rilevanza dei rating specie sull’attività delle Autorità di vigilanza europee e al Comitato europeo per il rischio sistemico. Sullo sfondo, peraltro, vi è il progetto di dare vita a una agenzia di rating del credito europea, scelta sostenuta fortemente dall’Italia.

In questi termini, il danno da diminuzione dell’affidabilità dello Stato/debitore può presentarsi anche come danno all’immagine della p.a..

6. Una recente sentenza della Cassazione (Cass. Pen., sez. III, 4 febbraio 2014, n. 5481⁶) ha qualificato il danno all’immagine come un danno patrimoniale, di natura contrattuale, corrispondente alla somma necessaria a ripristinare il bene giuridico leso. Nel caso in cui il danno all’immagine colpisca una pubblica amministrazione, la legge pone però alcuni limiti all’azionabilità della tutela risarcitoria (art. 17, co. 30ter, d.l. 78/2009). Innanzitutto, in quanto danno-conseguenza, esso presuppone l’accertamento di un reato; inoltre, deve trattarsi di un danno

⁵ G. Di Gaspare, *Anamorfos dello “spread” (Globalizzazione finanziaria, guerre valutarie e tassi di interesse dei debiti sovrani)*, in Questa Rivista, 2013, 04.

⁶ Per un commento, M. Clarich, *Il danno da evasione è limitato*, in *Ilsole24ore*, 5 febbraio 2014.

compiuto da un dipendente pubblico.

Quanto alla tipologia di reato, la Cassazione, sulla scia della giurisprudenza contabile, ha ritenuto che il danno all'immagine sia configurabile anche in presenza di reati comuni compiuti da dipendenti pubblici: nella sostanza, dunque, ha disatteso l'interpretazione offerta dalla Corte costituzionale (n. 355/10⁷), la quale, nel rigettare la questione di legittimità costituzionale, aveva ritenuto di limitare la responsabilità per danni all'immagine ai soli reati contro la pubblica amministrazione compiuti da dipendenti pubblici.

Quanto all'agente, ha ritenuto che la pubblica amministrazione possa agire per il risarcimento del danno all'immagine solo quando i reati siano posti in essere dai propri dipendenti (ha affermato la risarcibilità del danno all'immagine della p.a. per reati compiuti da terzi, Cass. n. 35868/2002): il legislatore ha infatti voluto, con un provvedimento anti-crisi, limitare l'azionabilità di questa specifica tutela risarcitoria. E' proprio questo, ci sembra, il requisito che sembrerebbe difettare in relazione alla vicenda sulla quale la Procura della Corte dei conti –Lazio ha aperto la Sua istruttoria. In punto di giurisdizione la Cassazione si discosta, anche sotto questo profilo, dalla Corte costituzionale, ritenendo che le azioni risarcitorie per il danno all'immagine non appartengono alla esclusiva giurisdizione della Corte dei conti: tale tutela risarcitoria, dunque, sarebbe esercitabile anche al di fuori della giurisdizione contabile e dei giudizi di responsabilità amministrativa.

Nel caso di cui si discute, dunque, non solo non sembra esservi spazio per la giurisdizione contabile (ostante l'art. 17, co. 30ter, d.l. 78/2009 e dovendosi escludere la responsabilità amministrativa per mancanza del rapporto di servizio: cfr. Cass. civ., sez. un., 7 gennaio 2014, n. 71), ma la stessa azionabilità della responsabilità danno all'immagine della p.a.. Ovviamente rimangono aperte tutte le altre strade di tutela risarcitoria previste dall'ordinamento nazionale e europeo. Al riguardo, non deve trascurarsi la circostanza che la Corte dei conti conserva la propria giurisdizione per il danno erariale determinato dall'agente che abbia mancato di porre in essere le azioni a tutela del patrimonio pubblico previste dalla legge (Cass. civ., sez. un., 25/11/2013, 26283).

⁷ Per un commento, C.E. Gallo, *Passato, presente e futuro del danno all'immagine della pubblica amministrazione*, nota a Corte cost. 15 dicembre 2010, n. 355, in Urb. e app. 2011, p. 412 s..

Sovereign ratings and civil liability of credit agencies

by B.L. Boschetti

Abstract.

Recent reports confirm the inquiry of the Italian Corte dei Conti into S&P, Fitch, Moody's, considering whether their false or "reckless" sovereign ratings caused a damage to Italy. Since the financial crisis arose, even in U.S. many legal actions have been taken against rating agencies by the Federal Government (DoJ) and many member States.

This essay investigates the nature of credit agencies' liability for damages caused to States depending on sovereign ratings and legal limits of the Corte dei Conti's jurisdiction.

Damages caused by misleading credit ratings may affect both investors and financial institutions or, more in general, issuers, determining multiple liability claims.

Recent EU reform (Reg. n. 462/2013) of Regulation n. 1060/2009 on credit rating agencies has introduced a new civil liability claim: under sec. 35bis of Reg. n. 1060/2013, where a credit rating agency has committed intentionally or with gross negligence, any of the infringements listed in Annex III having an impact on a credit rating, an investor or issuer may claim damages from that credit rating agency for damage caused to it due to that infringement.

This Article does not exclude further civil liability claims in accordance with national law.

To this extent, it has to be considered that sovereign ratings affect States' reliability and trustworthiness, certainly causing damages: however this particular kind of action for damages is limited by art. 17, sec. 30ter, of d.l. 78/2009: (a) the offender must be a civil servant and (b) he must be found guilty of a criminal offence. The Corte di Cassazione (Cass. Pen., sez. III, 4 febbraio 2014, n. 5481) has recently affirmed that the criminal offence needed could be any of the ones ruled by the Criminal Code: so, even the market manipulation criminal offence contested to S&P, Fitch and Moody's in the Trani Tribunal's trial. By the way, the role of the offender (being a civil servant) still is a legal binding requirement.